

特集 内外経済の中期展望

V. 金融市場の中期展望

1. 金融市場の見通し

(1) 金融市場の総括

近年のグローバル金融市場においては、リスクオン、リスクオフがキーワードとなっている。投資家の投資スタンスがはっきりとした形で市場全体の動きを左右する傾向が強い。ちなみにリスクオンとは投資家が経済環境の好転などを背景に株や商品などのリスク資産への投資を積極化させること、リスクオフとは逆に経済環境の悪化や将来の不確実性の高まりなどを背景にリスク資産への投資を減らし、国債などの相対的にリスクの低いとみられる金融資産に資金を移すことである。

2008年のリーマン・ショックを受けた財政金融政策の総動員によって一旦リスクオフからリスクオンにシフトした金融市場は、2011年後半からは再びリスクオフの様相が強まった。背景には、ギリシャ問題を契機とした欧州債務問題の深刻化があり、周縁国への波及も含めた負の連鎖によって損失をこうむる欧州金融機関の信用不安につながり、欧州発の金融危機も否定できないといった見方が広がったことが影響している。

欧州債務問題の解決には相当の時間を要し、米国の構造問題などを背景に世界経済の鈍化傾向が続くことを踏まえれば、各国の対策や追加金融緩和などで一時的にリスクオンに傾斜する局面はみられようが、少なくとも2013年にかけては総じてリスク回避的な投資姿勢が維持されると予想される。2010年代半ばにかけては、世

界経済の鈍化傾向に歯止めが掛かり、投資家のマインドも改善傾向に転じる公算であるが、金融規制強化の流れを考えれば、積極的にレバレッジを拡大させるような状況は想定し難い。

一方、投資家のアロケーションの観点からみると、これまで日本で進んできた株式志向から債券志向への変化が、緩やかではあるが欧米投資家の中でも一部ではうかがえる。日本の主要投資家は、1990代後半以降、運用資産に占める国債比率を高め、株式比率を低下させてきた。銀行の持ち合い解消や保険会社の株式資産圧縮のほか、年金基金も株式への投資比率を引き下げてきた。日本の投資家と比較すると、一般的に欧米投資家の株式への投資比率は高い。しかし、ロイター国際分散投資戦略調査によれば、サブプライム危機の起こった2007年以降、欧米投資家は株式比率を徐々に低下させ、債券比率を緩やかではあるが引き上げる傾向がみられる。構造問題を抱えた欧米経済の成長期待の低下がこうした投資行動につながっている可能性はあろう。構造調整に時間を要することを踏まえれば、こうした傾向が長期化することも十分に考えられる。今後、投資の世界においても「日本化」の様相が強まっていく可能性がある。

(2) 内外金利の現状と見通し

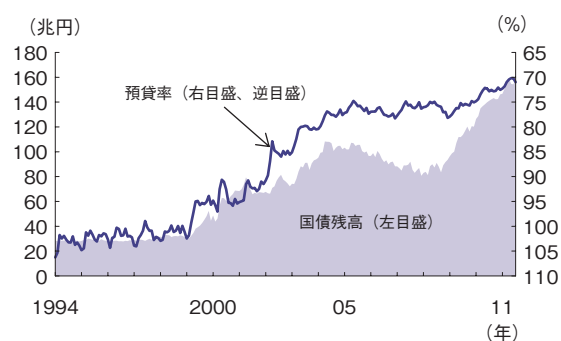
2011年の米長期金利は、欧州債務問題の深刻化を受けた質への逃避や米景気の二番底懸念、米連邦準備制度理事会（FRB）による追加緩和実施などを背景に低下基調をたどった。国内長期金利も米長期金利低下や株価の下落などを

受けて低下した。10年国債利回りでみれば、米国が2%、日本が1%とそれぞれ節目を一旦割り込む動きとなった。

日米長期金利は見通し期間を通じて総じて低位での推移が続くと予想される。米国については、景気対策実施によって、米国の成長率が短期的に押し上げられる可能性はあるが、その場合も先行きの更なる緊縮財政に伴う低成長や時間軸効果を踏まえれば、長期金利の上昇余地は限られよう。FRBは現状の超低金利を少なくとも2013年半ばまで維持するとしているが、仮にそれ以降比較的早いペースで3%台まで利上げを実施するという前提をおいても、イールドカーブを逆算すると現状の10年国債利回りの水準は3%程度にとどまる。今後の成長率の低迷を考えれば、利上げ時期はさらに後ずれする可能性が高く、長期金利の上昇抑制要因となろう。

国内金利に関しても、長期金利は低位推移が続く見通しである。デフレの長期化や今後の消費税導入のスケジュールを考えれば、日本銀行の利上げ時期は米国以上に先延ばしされる可能性が高く、時間軸効果が金利上昇を抑制することになる。需給面でも、国債発行は増えるものの、一方で金融機関の資金余剰に伴う根強い国債運用ニーズが金利上昇を抑制することになる。足元で銀行の預貸ギャップは過去最大水準まで拡大しており、企業の資金余剰の状況を踏まえれば、多少設備投資が増えても貸出が大きく伸びる状況にはなく、資金余剰の状況は当面変わらない見込みである。巨額の財政赤字を抱えていることから、財政懸念による金利上昇リスクは常に存在するが、野田政権は増税による財政健全化路線を示しており、一時的なぶれはあったとしても、しばらくは財政リスクプレ

図表102：国内銀行の預貸率と国債保有推移



(資料) 日本銀行

ミアムが極端に拡大する可能性は低いであろう(図表102)。

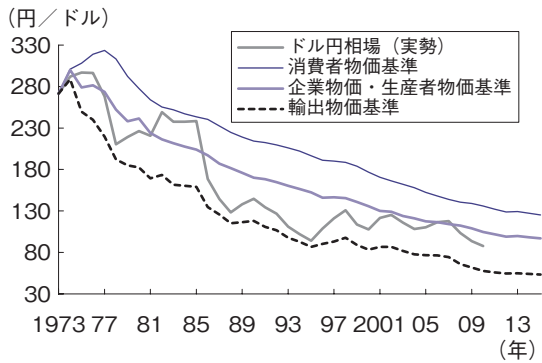
(3) ドル円相場の現状と見通し

ドル円相場では、2007年以来円高トレンドが続く状況となっている。本邦政府・日銀は、2011年に東日本大震災後の協調介入(3月18日)の後も、少なくとも2回(8月4日、10月31日)の単独円売り介入を行った模様で、口先介入を受けた市場の介入警戒感も含めて円高進行に歯止めをかける材料となっているものの、依然として円高圧力は根強いと言わざるを得ない。

ただし、長期的な為替相場を考える上で一般的な購買力平価の観点では、1970年代の変動相場制導入以来ドル円相場は大局的には円高方向での推移が示されている。特に90年代以降の本邦物価上昇率の低位推移等に鑑みれば、足元の円高は物価差で説明し得る範疇とも言えてしまう状況であり、こうした点が本邦為替介入を困難化させる要因の一つになっている可能性も否定できない(図表103)。

では、ドル円相場における現下の円高局面はいつまで続くのであろうか。短期的には様々な要因で上下する為替相場だが、ドル円相場では

図表103：購買力平価とドル円相場



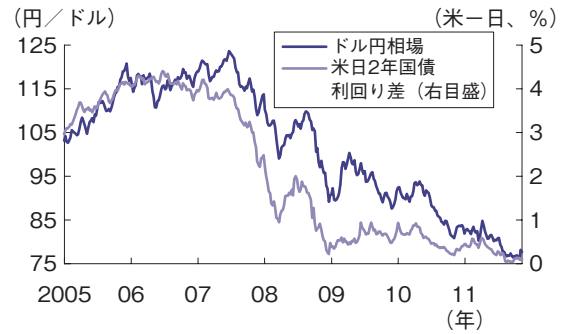
(注) 各線は1973年を基準とした購買力平価によるドル円相場理論値。

(資料) 日本銀行、米国労働省、Bloomberg よりみずほ総合研究所作成

2000年代半ばから、金融資産の投資動向に影響を与える名目金利差との相関が強まる局面が多く見られており、特に2007年頃からの米国金利下落局面では、米日金利差縮小につれドル円相場もドルが下落する推移が見受けられる。米国の今後を考えれば、住宅市場のストック調整と家計のバランスシート調整が今しばらく続くことに加え、財政には緊縮方向の圧力がかかりやすいことから、当面低成長にとどまることが見込まれている。このような低成長局面下、持続的な米国金利の上昇及び米日金利差の拡大も見込み難いと言わざるを得ず、円も高値圏にとどまりやすい時間帯が続くことになろう(図表104)。

また、金利差以外の要因として、投資家のリスク許容度も短期的には重要なファクターと考えられる。対外純資産国であることなど欧米との相対感の中で、2008年のリーマン・ショック以降投資家のリスク許容度が低下する局面では、避難通貨として円が選好される局面が度々見られている。特に近年、欧州債務問題への懸

図表104：米日2年国債利回り差とドル円相場



(資料) Bloomberg

念が世界の金融市場に大きな影を落としており、今後も当面この問題に対する懸念はくすぶり続けるとの見通しの中、円高圧力はしばらく根強いものとなるであろう。更に本中期見通しでは、2013年頃には世界的な景気低迷を見込んでおり、その時期のドル円相場には、米国景気先行き懸念を背景としたリスク回避的な円高圧力も加わって一層円が高騰するリスクが高まるものと考えられる。ただし、2010年代半ばには米国でも徐々に利上げが展望されるような状況になってくるものと考えており、ドル円相場も利上げ期待等につられる形で2015年頃からやや円安のトレンドに転換することが見込まれる。

(4) 原油相場の現状と展望

2009年以降の原油相場は、新興国への期待によって支えられてきた。金融危機後の回復過程において緩慢な回復に終始する先進国とは対照的に、拡大過程にすばやく回帰した新興国での原油需要の増加は、需要のフロンティアが新興国にあるという期待をもたらした。

ただ、そうした確信に近い新興国への期待が原油相場の上昇トレンドを形成する一方で、欧米経済の先行きに対する不透明さが上昇基調の

原油価格にしばしば調整をもたらし、時として市場を混乱させる局面もみられた。そして、その欧米経済は、少なくとも本中期見通しの対象期間とした2016年まではバランスシート調整を余儀なくされ、成長トレンドも下方屈折する可能性が高いとみている。

加えて、これまでの新興国に対する過度の期待も剥落することになろう。世界の成長センターが新興国であることに変わりはないが、新興国内でも二極化が進むと予想される上に、主要な輸出先である欧米経済の成長の下方屈折は新興国の成長ペースを押し下げると予想されるためだ。

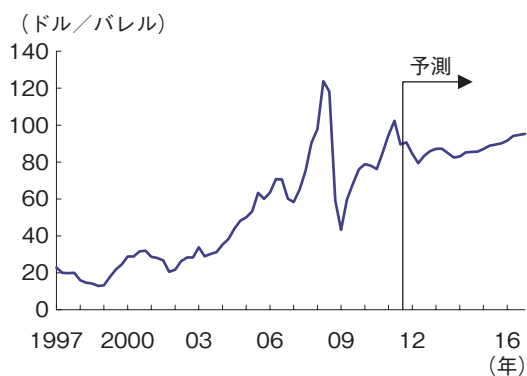
高値での推移が続く原油相場だが、2012年からの欧米経済の減速によって弱含みの展開が予想される。見通し期間の後半になれば持ち直しの動きも出てくると予想しているが、それでも2000年代に入ってからの上昇トレンドと比較すれば上値は重く、上昇テンポも緩慢なものにとどまるだろう（図表105）。

ただ、平均値としての予測値だけをみれば一見ならかな推移も、局所的にはボラティリ

ティーの高い不安定さを伴うものとなろう。先進国の成長トレンドが下方屈折する一因は長期化する緊縮財政にあるとみられるが、それは財政健全化の必要性と同時に、景気浮揚のための財政政策がすでに限界に達していることにも理由がある。そのため、景気減速に耐えられない局面で政策対応を図るとすれば金融政策に頼らざるを得ず、緩和的な金融環境で余剰となった資金は低成長が続く中でより高い利回りを求めて商品などのリスク資産に向かいやすい状況が続くと予想されるのである。

米国の量的緩和第2弾（QE2）の経験を踏まえれば、弱含みの展開が続く中でも、追加緩和への期待（あるいは実施）が短期的な商品市況の押し上げにつながる可能性は否定できない（図表106）。

図表105：原油価格の中期見通し



(注) WTI 先物価格・期近の四半期平均値。

(資料) Bloomberg

図表106：2016年までの金融市場見通し

		2009年 (実績)	2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)	2013年 (予測)	2014年 (予測)	2015年 (予測)	2016年 (予測)
日本	無担 O/N(期末値、%)	0.10	0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10
	ユーロ円 TIBOR3M(%)	0.51	0.36	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
	金利スワップ5年 (%)	0.83	0.62	0.47	0.46	0.45	0.60	0.70	0.80
	新発10年国債 (%)	1.35	1.15	1.05	1.05	0.95	1.10	1.20	1.30
	日経平均株価 (円)	9,973	9,969	9,050	9,000	8,500	9,500	10,500	10,200
米国	FF レート (期末値、%)	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0~0.25	0.25
	新発10年国債 (%)	3.24	3.20	2.80	2.00	1.90	2.20	2.40	2.70
為替	ドル円 (円/ドル)	94	88	80	76	73	76	80	85
	ユーロドル (ドル/ユーロ)	1.39	1.33	1.39	1.32	1.25	1.24	1.20	1.15
原油	WTI 先物価格 (ドル/バレル)	61.7	79.4	95	83	85	85	89	94
参考	日本：実質 GDP 前年比 (%)	▲2.4	2.4	0.4	1.7	1.2	0.2	1.7	0.4
	米国：実質 GDP 前年比 (%)	▲3.5	3.0	1.7	1.3	1.2	1.6	2.4	2.2

(注) 日本は年度、米国、為替相場、原油価格は暦年。

(資料) みずほ総合研究所

2. 金融市場のリスクシナリオ

近年、金融市場におけるボラティリティは高まっており、本中期見通し期間においても、様々なリスクシナリオが想定される。本節では、景気を起点とした上ぶれ、下ぶれシナリオのほか、グローバルに財政リスクが意識される中、国内の長期金利上昇リスクについても言及する。

(1) 内外景気の下ぶれ、上ぶれシナリオ

グローバル景気に関して、上ぶれと下ぶれの可能性を比較した場合、現状では下ぶれの蓋然性が相対的に高いとみられる。2011年後半は欧州債務問題が一段と深刻化したが、当面この問題がグローバル景気を一段と下ぶれさせる可能性が高い。金融市場における懸念はギリシャからイタリアやスペインに波及し始めており、フ

ランスの格下げリスクも相応に高まっている。ギリシャ問題に関しても、現状は暫定政権によって小康状態がみられるものの、2012年以降新たに総選挙によって選ばれた政権が現状の財政削減路線を維持できるかは不透明である。こうした問題の顕現化によって各国国債利回りの上昇が一段と鮮明化すれば、金融機関の信用不安から欧州発の金融危機に発展する可能性は否定できないであろう。その場合、景気面ではグローバルリセッションは不可避であり、金融市場も大きな混乱が想定される。投資家のリスクオフは一段と強まり、株式や商品といったリスク資産が売られ、信用力の高い国債や現金など安全資産への逃避がみられよう。また、グローバルにデフレ圧力が掛かる中、金融政策においては、日米とも量的緩和を一段と拡大させることが予想される。しかし、リーマン・ショック以降、QE1(量的緩和第1弾)、QE2と徐々に市

場の反応が限定的になっていることを踏まえれば、リスクオンの動きは一時的で、むしろ長期金利低下を促す要因となる可能性も指摘できよう。為替市場では、新興国通貨やユーロが売られやすく、ドルや円に逃避資金が集まりやすくなるだろう。ドル円でみれば、相対的に円高圧力が強まることが想定され、1ドル=60円台が視野に入ることも否定はできない。こうした事態を避けるためには、欧州各国が財政一元化の動きを加速させるなど、より大胆かつ迅速な対応によって市場に安心感を与える必要がある。

次に上ぶれリスクに関して考察する。2012年から2013年にかけては米国やフランス、ロシアなどの大統領選挙やドイツの総選挙など政治イベントが目白押しとなる。ここで注意が必要なのはポピュリズムの台頭であろう。欧米においては、度重なる危機を受けた景気低迷から失業率の上昇もしくは高止まりが続いており、さらに緊縮財政の影響から厳しい雇用環境は長期化の様相を呈している。こうした状況を背景に国民の不満が高まる中、現政権は選挙を意識したポピュリズムに走りやすい環境にある。したがって、景気後退リスクの高まりなどを理由に各国が再び大規模な財政、金融両面からの景気対策を実施する可能性もあろう。その場合、景気は一旦回復基調を強めることになる。金融市場ではこれまでの反動もあって一気にリスクオンへの転換がみられ、株価と長期金利の上昇が見込まれる。リスク資産としては商品市場にも資金が集まり、商品価格の上昇によってインフレ警戒感が強まることが予想される。金融政策では時間軸の短縮観測も台頭し、さらに、長期金利を押し上げる要因となろう。為替相場においても、投資家のリスク許容度改善を背景に円

安基調が強まり、1ドル=90円台に戻す展開も想定される。ただし、目先の財政拡張は先行きの緊縮財政を強める要因となり、過度な金融緩和はインフレリスクの高まりによる金融引き締めにつながることを踏まえれば、こうした上ぶれが持続する可能性は相対的に低いと言わざるを得ない。

(2) 長期金利上昇シナリオ

最後に、日本における財政リスクの高まりと長期金利の上昇リスクについて考える。経済協力開発機構（OECD）の見通しによると、わが国の政府債務残高の名目GDP比率は、2011年に200%を超える見通しで、主要国の中で最も高い水準となっている。しかし、長期金利は1%近傍と超低水準での推移となっており、少なくとも現状において財政リスクが市場金利に反映されているとは言い難い。この背景には日本が経常黒字国であり、国債が9割以上国内で消化されているという状況がある。また、政府が社会保障関係費の増加に対し消費税の増税で対応する方針を示していることも市場参加者に一定の安心感を与えていると考えられる。

では、今後とも日本国債の信用力は維持され続けるであろうか。政府は2010年代半ばまでに消費税率を10%台に引き上げる方針であるが、消費税増税には党内からの反対意見も多く、増税に対する政治的判断ができない、もしくは先延ばしとなるといったリスクはあろう。政府の税制規律に対する姿勢は格付け判断にも影響を及ぼす。米格付け会社スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は日本国債の格付け見通しをネガティブとしており、シングルA格までの格下げの可能性が残存している。また、格付け

投資情報センター（R&I）も AAA からの格下げを検討していることを発表している。更なる格下げが続いた場合、これまでのように市場が反応しないとは言い切れない。また、中長期的には、金融機関の貸出が増加に転じれば、国債への投資余力は減少していく可能性がある。国債消化を支える家計金融資産の伸びも、わが国の人口が減少に転じるなか、低下することが予想され、現状のまま国債残高が増加した場合、いずれ国債残高が家計金融資産の残高を上回り海外投資家への依存度が高まる可能性も考えら

れる。そうした状況で日本の財政リスクが意識されれば、国内からの資産逃避が加速し、円安と金利上昇が進む可能性がある。過度な円安はインフレ懸念につながり、更なる長期金利上昇という悪循環に陥る可能性も否定できない。こうしたリスクシナリオが短期的に顕現化する可能性は相対的に低いものの、市場における高値警戒感に相応に高まっているだけに、政府への信認を失わせないように慎重な財政運営を行って行くことが求められよう（図表107）。

図表107：金融市場のリスクシナリオ

《前提シナリオ》

	景気下ぶれシナリオ	景気上ぶれシナリオ	国内要因による長期金利上昇シナリオ
蓋然性	20%	15%	5%
内外景気等	欧州債務問題が欧州発の金融危機につながり、グローバルリセッション入り 国内景気も海外景気悪化の影響を受けて、景気後退へ	景気後退リスクの高まりから各国は再び大規模な財政・金融両面からの景気対策を実施。グローバル景気は回復の勢いを取り戻す 国内景気も、復興需要や外需の持ち直しから生産や消費が急速に回復	国内景気対策で国債が増発されるも、政局の不安定さから増税ができず、財政悪化懸念から長期金利が急上昇。株価も急落し、国内景気は一段と悪化
物価動向	日本はデフレ基調が強まり、米国もデフレ懸念が強まる	先進国の金融緩和を受けた資金流入などで資源価格の再上昇。新興国を中心にインフレ警戒感が強まる	通貨安に伴い、日本ではインフレ懸念が台頭
財政問題	各国は財政制約から思い切った景気対策が打てず、景気後退が長期化	景気対策で各国の財政赤字は更に拡大。米国や日本は一段の格下げに	財政懸念から日本国債が大幅に格下げされ、これに連動して金融機関等の格付けも引き下げ

《想定される金利為替動向》

政策金利	米国、日本とも量的緩和を拡大	米国では時間軸の短縮観測が台頭	日銀は実質的な国債引き受けに踏み切るも、むしろ財政懸念を強める結果に
長期金利	長期金利は一段と低下し、国内10年国債利回りは1%を大きく下回る水準に	景気回復と財政懸念から長期金利は上昇基調となり、国内10年国債利回りは1%台後半に	長期金利は2%を大きく上回って上昇
為替相場	投資家のリスク回避姿勢が強まり、ドル円相場は1ドル=60円台が視野に	投資家のスタンスがリスクオフからリスクオンへ転換。日米金利差も拡大し、円相場は1ドル=90円台まで円安が進展	海外勢に加え、国内からの資金逃避の動きも強まり、極端な円安に

（資料）みずほ総合研究所