

第5節 金融資本市場の変動と財政金融政策

本節においては、金融資本市場の動向を振り返るとともに、財政金融政策の概要について紹介する。

2008年の我が国金融資本市場は、2007年夏にアメリカの金融資本市場で顕在化したサブプライム住宅ローン問題に端を発する欧米金融市場の混乱に大きく影響される展開となった。本節の前半では、2008年の我が国の金融資本市場の動向について、株式市場、長短金利、為替市場の順に振り返ることとしたい。後半では、最近の財政の状況及び公共事業の動向について概観する。

1 大きく変動した株価

ここでは、2008年中の株価の特徴的な動きについて議論する。

(下落局面において我が国株価の下げ足は速い)

2008年の株式市場は、年央までは、欧米市場における株価下落を受けて軟調となる局面がみられたものの、比較的底堅い動きとなった(第1-5-1図(1)(2))。しかし、秋以降はアメリカの金融不安が顕在化し、100年に一度の危機といわれるほど、金融資本市場は激しく動揺し、我が国の株式市場でも株価は大きく下げ、一時、バブル以来の最安値を更新するまでに至った。

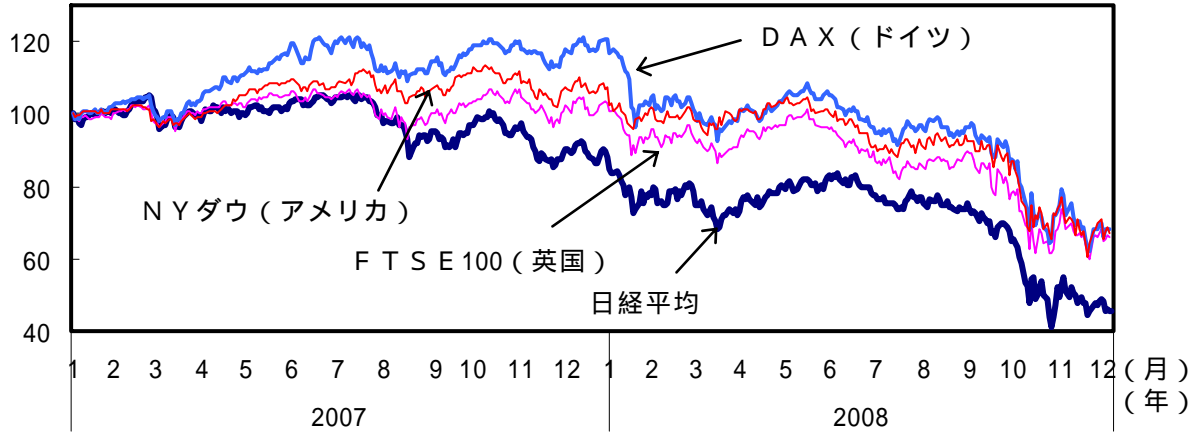
2008年においても、我が国の株価は、世界的な相場の下落局面において、他の主要先進国における株価と比べ、下げ足を早める場面が目立った。これは、過去の株価指数の変動度合いを示すヒストリカル・ボラティリティをみると、我が国の株価指数の変動が、他の主要先進国の代表的株価指数に比べ、特に下落局面において大きくなる傾向から確認できる(第1-5-1図(3))。以下では、この背景について若干の検討を行う。

第1-5-1図 主要先進国の株価指数等の推移

日本の株価指数の変動率は相場下落局面で大きくなる傾向

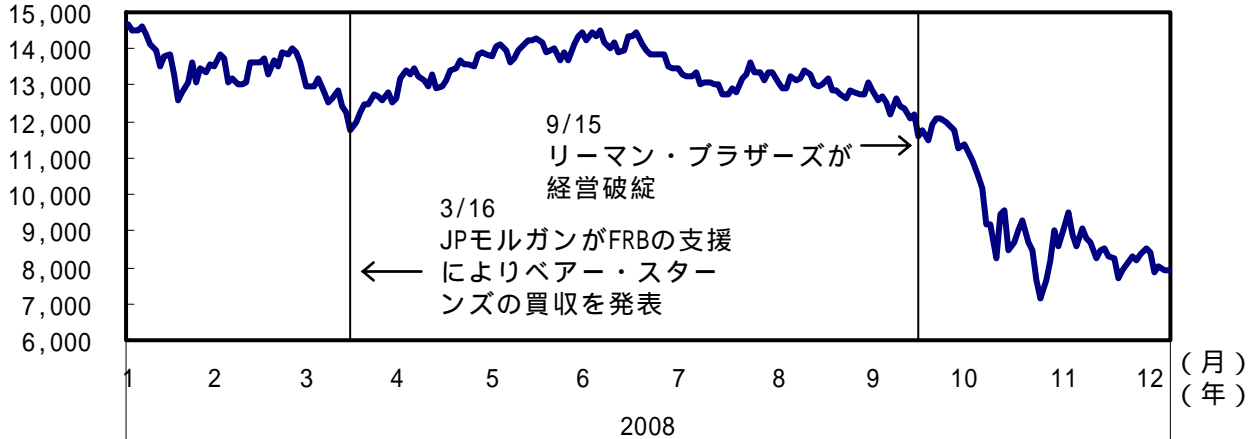
(1) 主要先進国の株価指数の推移

(2007年1月4日=100)



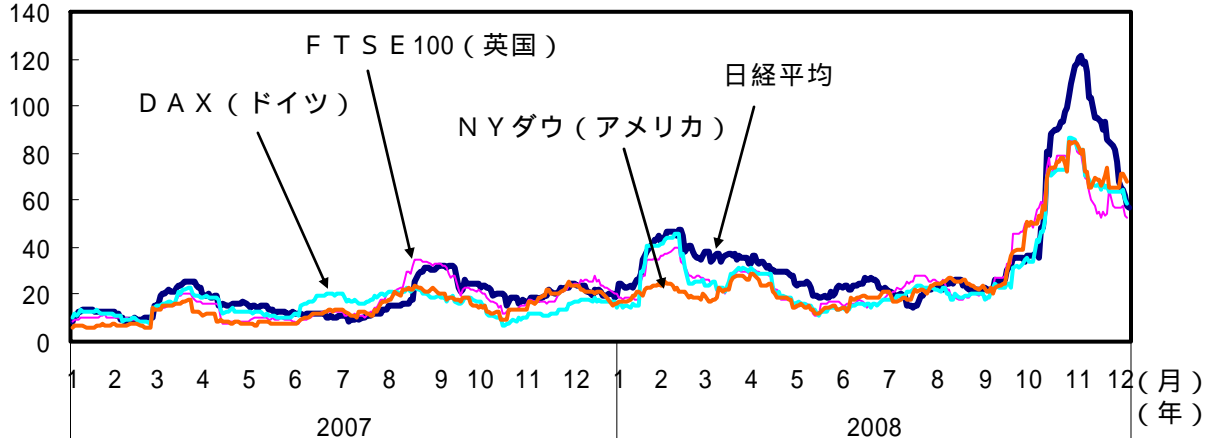
(2) 日経平均株価の推移

(円)



(3) 主要国株価指数のヒストリカル・ボラティリティ

(%)



(備考) 1. Bloombergにより作成。
2. ヒストリカル・ボラティリティの計測期間は20日。

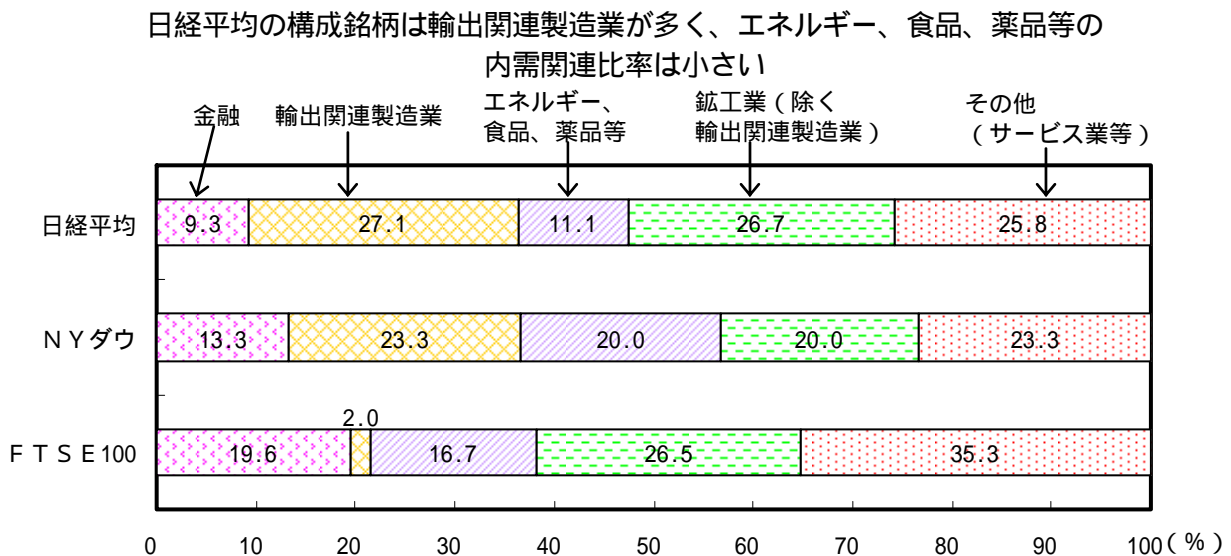
(日本の株価指数構成銘柄の中には外需依存型企業が相対的に多い)

第一に、日本の株式市場には相対的に外需依存型の企業が多く上場されているため、海外の景気の先行きが反映されやすいことが指摘できる。

間接的な指標として、日米英の代表的株価指標について、その構成銘柄の業種を比較してみよう¹⁵(第1-5-2図)。その結果によれば、輸出動向の影響を受けやすいと見られる製造業¹⁶の比率は、日本は、英国よりはるかに高く、アメリカよりも高い。今回の原材料価格の変動の影響を受けたと見られる鉄鋼や石油などを含む「鉱工業(除く輸出関連製造業)」の比率をみると、日本は英国とは同程度であるが、米国よりは高い。金融業の比率は最も低い。また、景気の動向を受けにくいとされる食品、薬品、エネルギーなどは、日本で低くなっている。このように、アメリカや英国に比べれば代表的株価指数に占める輸出型企業の割合が多いことが、特に円高局面において、日本株が売られやすい背景の一つと考えられる。

なお、日本とアメリカの2008年の株価の騰落率について個別の業種ごとにみると、鉄鋼や輸送機器、自動車製造などでの世界景気敏感株は、両国とも下落が目立っており、特に日本の騰落率が大きいわけではない(第1-5-3図)。

第1-5-2図 主要国株価指標の業種別構成銘柄数の比率



(備考) 1. 日本経済新聞、ダウジョーンズ、FTSE資料により作成。

2. 各業種の内訳は、以下の通り。

- ・金融：保険、銀行、証券等
- ・輸出関連製造業：電気機器、精密機器、自動車、機械、半導体、コンピュータ等
- ・エネルギー、食品、薬品等：医薬品、電力・ガス、食品、タバコ等
- ・鉱工業(除く輸出関連製造業)：鉱業、ゴム、パルプ・紙、化学、鉄鋼、石油・石炭等
- ・その他(サービス業等)：運輸、不動産、建設、小売、通信、商社、外食、ソフトウェア等

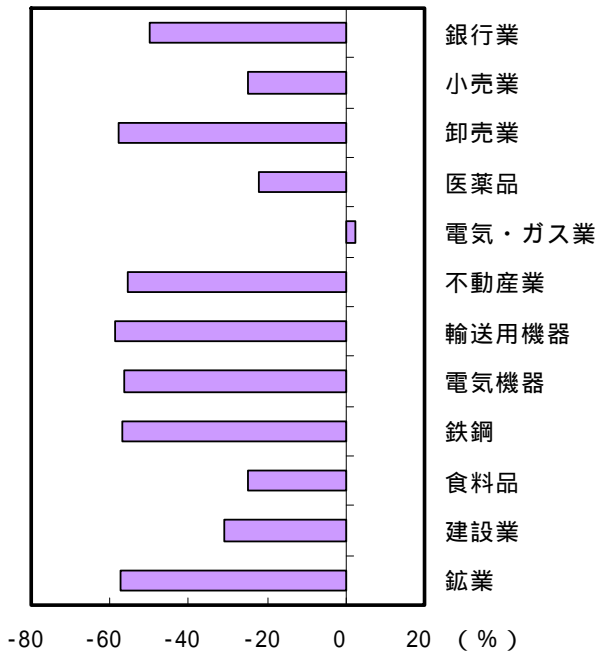
¹⁵ なお、日経平均及びNYダウは単純平均、FTSEは加重平均によって計算されており、銘柄の構成比のみによって指数の変化の全てを説明できるわけではないことに留意することが必要である。

¹⁶ ここでは、便宜的に電気機器や自動車製造等に関連する企業を輸出関連製造業とし、それ以外の素材系の産業等については「鉱工業(除く輸出関連製造業)」と整理した。

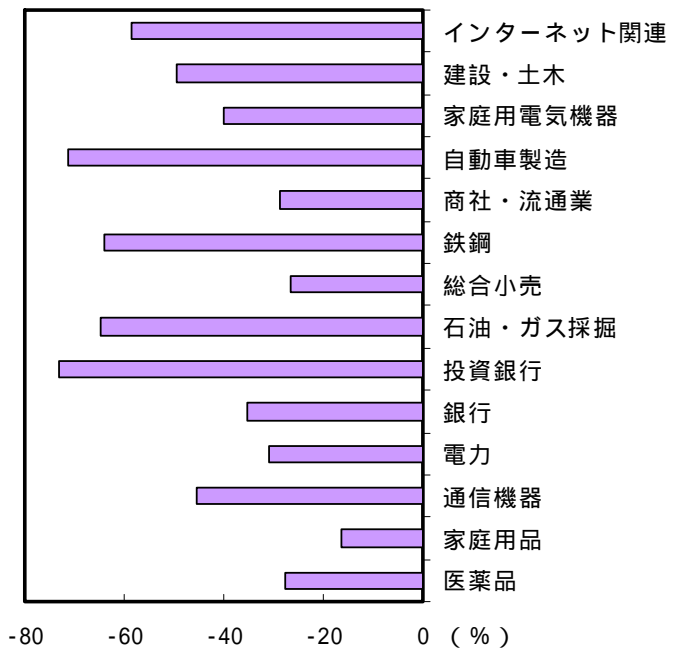
第1-5-3図 日米の主要業種別株価指数の推移

鉄鋼や輸送用機器、自動車製造などの世界景気敏感株は日米とも下落

(1) 日本株価業種別騰落率



(2) 米国株価業種別騰落率



(備考) 1. Bloombergにより作成。
 2. (1) は2008年初から12月5日までの値。
 (2) は2008年初から12月4日までの値。

(国内勢に比べ外国人の取引は活発)

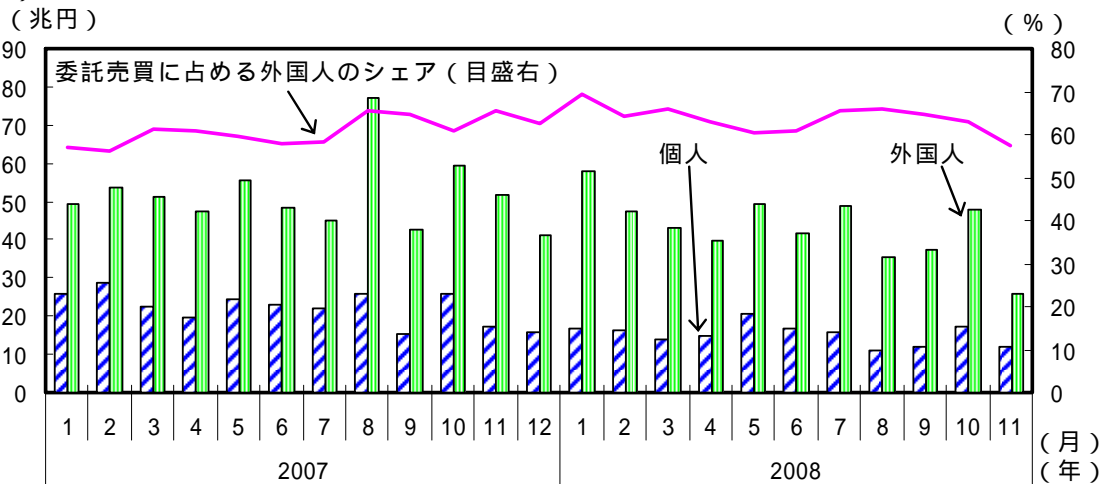
第二に、我が国の市場の特徴として、外国人投資家の動向が株式市場を左右する要素が大きいことが指摘できる。実際、我が国の株式市場では株式の株式保有金額では3割弱(2007年度27.6%)のシェアにすぎない外国人が、フローの売買代金では6割を超える取引を行っている(第1-5-4図(1))。

これを投資主体別株式売買動向でみると、外国人が売り越している局面では株価指数が下げる傾向にあり、個人などの国内勢は下落局面で買いを入れていることが分かる(第1-5-4図(2))。こうした現象の背景として、外国の投資ファンドなどが、欧米の株価が下げる局面において、株式の投資比率を下げる必要があって我が国の株式も売っているという指摘がしばしばなされる。ドル換算により為替要因を調整した指数では、日本の株価が他の主要先進国と比べてほぼ同じ下落テンポとなっていることも、このような動きを傍証しているといえよう(第1-5-4図(3))。

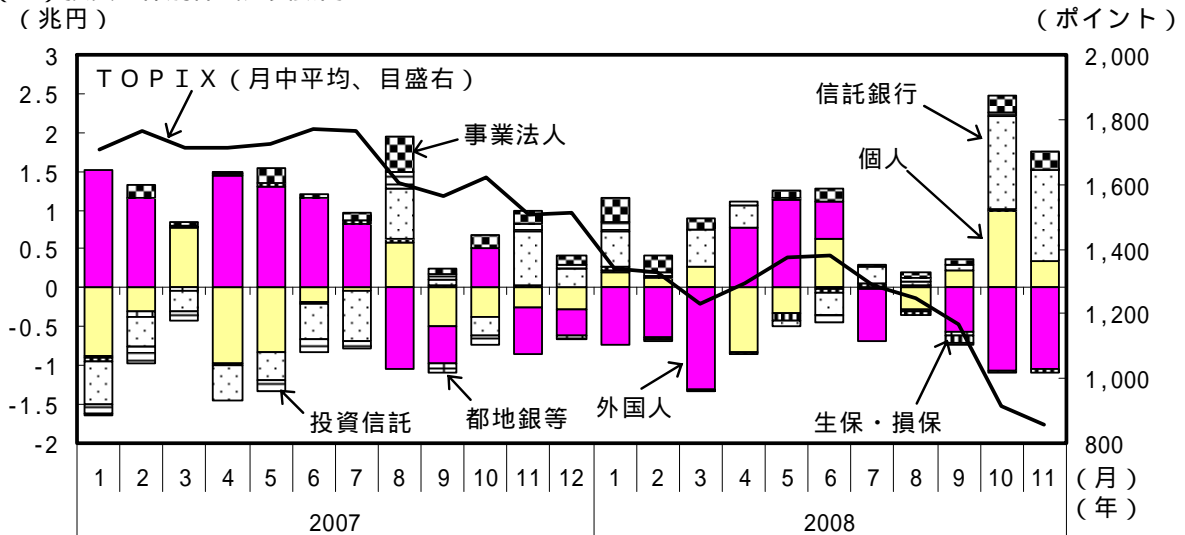
第1-5-4図 外国人投資家の売買動向等

日本の株式市場は外国人投資家の売買動向の影響を受けやすい

(1) 売買代金

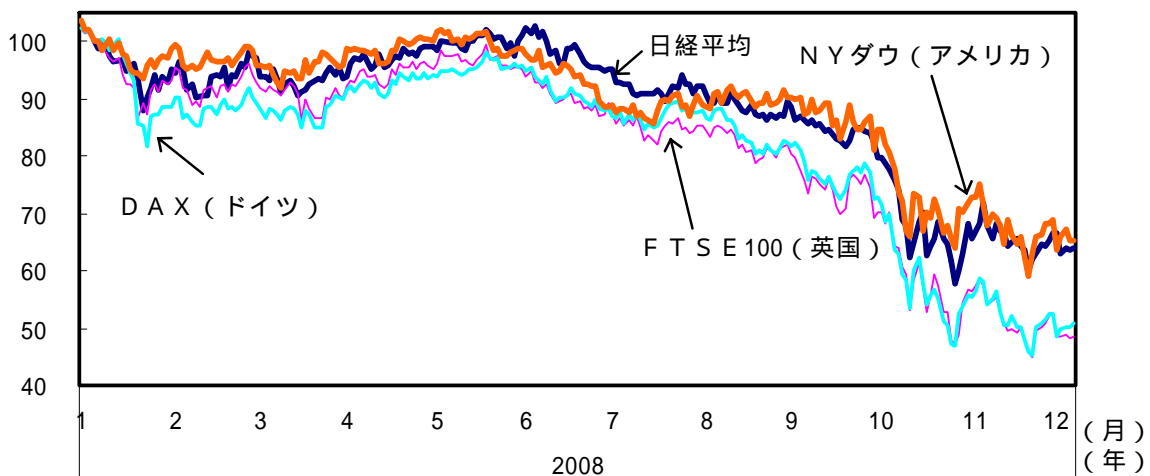


(2) 投資主体別株式売買動向とTOPIX



(3) ドル換算後の各国株式相場

(2008年1月4日 = 100)



(備考) 1. 東京証券取引所資料、Bloombergにより作成。

2. 東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所の一・二部等の売買状況。

2 金利の動向

ここでは、長短金利の動き、社債市場や信用格付けの問題、最後に 2008 年中の日本銀行の動きについて概説する。

(欧米に比べれば短期金融市場は概して安定)

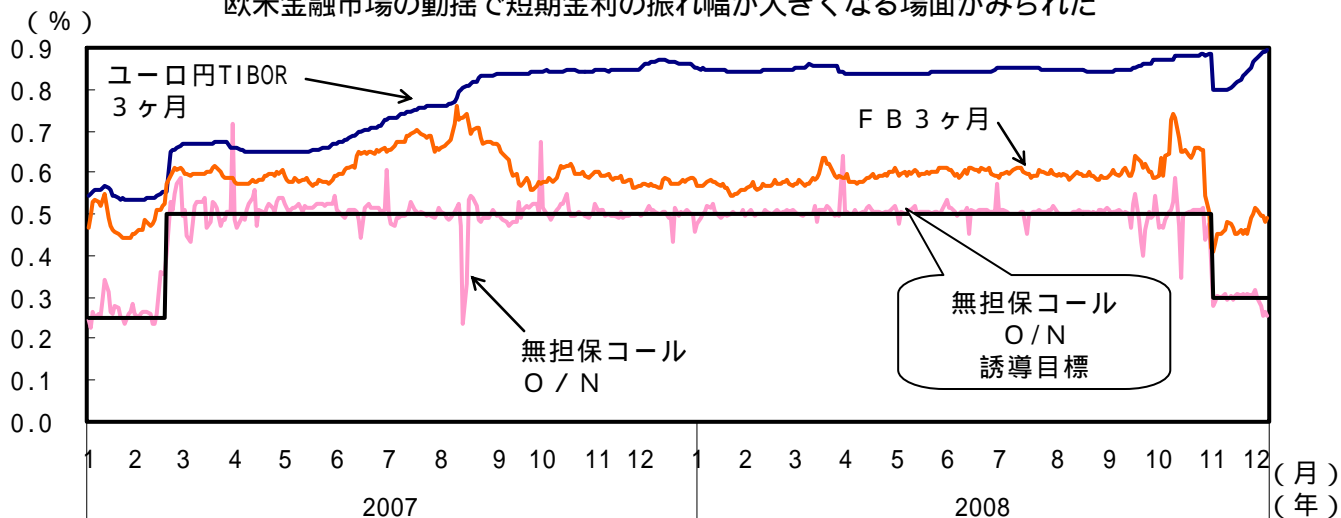
2007 年 2 月 21 日の日本銀行による無担保コールレート (オーバーナイト物、以下 O / N) の誘導目標の引上げ (0.25% 前後から 0.5% 前後へ) 以降、2008 年に入ってから短期金利 (無担保コール O / N 金利) は 0.5% 付近でおおむね安定して推移してきた (第 1 - 5 - 5 図)。ただし、流動性が大きく枯渇した欧米の短期金融市場と比べれば概して安定していたものの、欧米の金融市場の動揺を受け、9 月末から 10 月にかけて若干振れやすくなる状況もみられた。2008 年 10 月 31 日の日本銀行による O / N レートの誘導目標の 0.3% 前後への引下げ以降、短期金利は 0.3% 付近で安定して推移している。

一方、長期金利 (新発 10 年国債流通利回り) は、年初、アメリカの長期金利に連動する形で 1.2% 台半ばまで低下した後、アメリカの長期金利の反発、利下げ観測の後退などを背景に、6 月には 1.8% 台まで上昇する局面もみられた (第 1 - 5 - 6 図)。その後は同じくアメリカの長期金利の動向や株式市場の軟調さに引かれ、長期金利は低下傾向で推移した。

ただし、9 月末から 10 月にかけて株価指数が大きく下落しているにもかかわらず、長期金利が低下しないという現象がみられた。通常、株式等の危険資産の価格が下落する場合には国債等の比較的安全性の高い資産の市場に資金が流入し、金利が低下するという「質への逃避」傾向がみられる。しかし、今般の局面においては、それほど大きな金融資本市場の混乱に見舞われなかった日本市場においても、先行き不透明感が高まり、債券さえも相対的に嫌気され、現金保有が高まる「現金への逃避」現象が起きているという指摘もなされている。そうしたことも背景に、国債市場への資金流入の動きが消極的となったと考えられる。

第1-5-5図 短期金利の動向

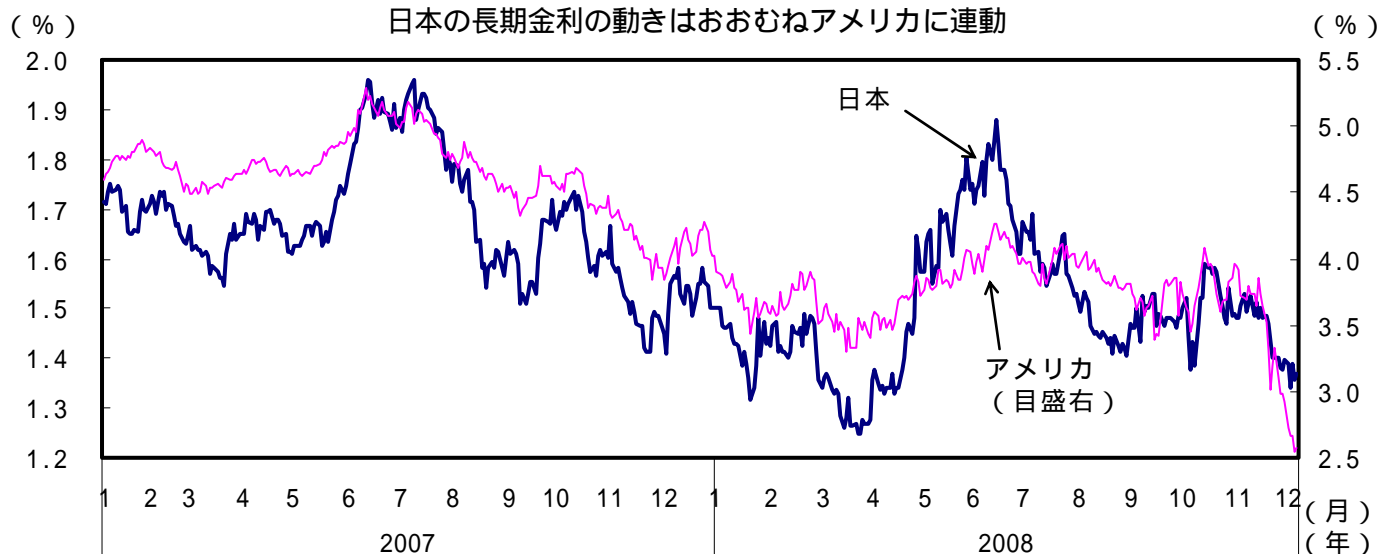
欧米金融市場の動揺で短期金利の振れ幅が大きくなる場面がみられた



(備考) Bloombergにより作成。

第1-5-6図 日米の長期金利の推移

日本の長期金利の動きはおおむねアメリカに連動



(備考) Bloombergにより作成。

(拡大する局面も見られたクレジット・スプレッド)

社債流通利回りの対国債スプレッド(以下、クレジット・スプレッド)をみると、総じて安定していたものの、企業の金融環境の悪化などを背景に2008年の年明け以降、低格付けの社債中心にスプレッドがやや拡大する局面がみられた(第1-5-7図)。9月末以降は欧米の金融資本市場の緊張も背景に比較的大きく拡大している。

今回の金融危機の中で、しばしば信用格付の信頼性への疑問が呈されたが、ここで信用格

付の変化に対するクレジットスプレッド等の反応を調べてみよう。

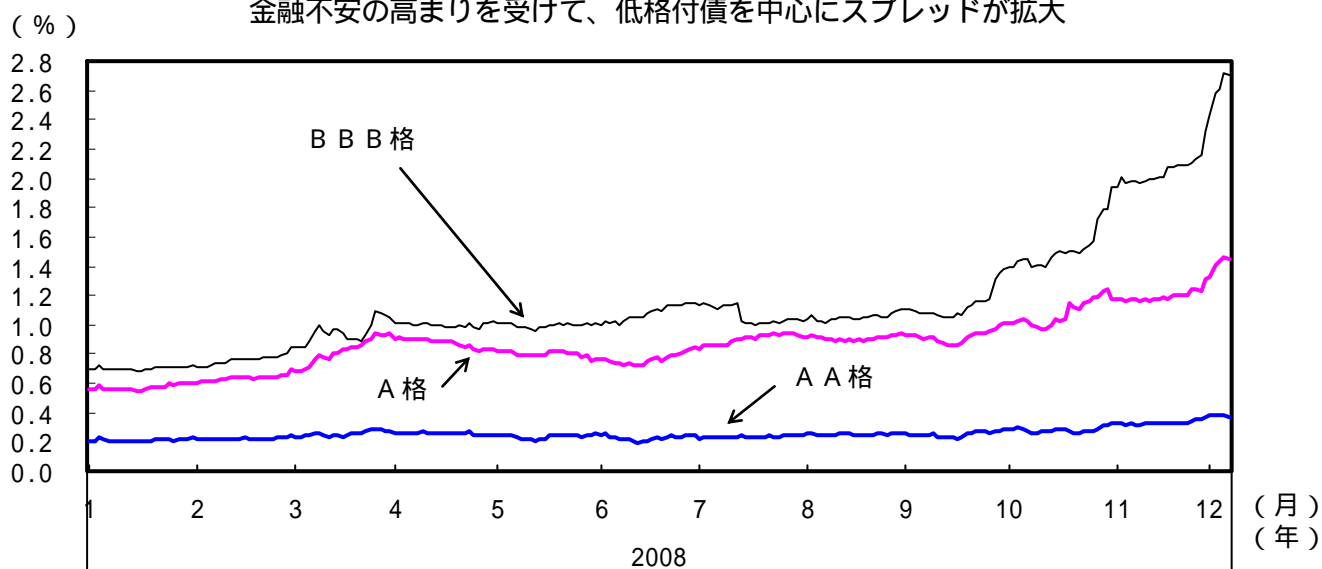
信用格付とは、企業の発行する社債等の信用リスクの程度を格付機関が評価して公表するものであり、投資家が投資対象金融商品の安全度を判断する材料として利用される。また、格付を得る企業にとっては、より有利な条件で市場から資金を調達するために必要な第三者からの信用リスクの評価指標として広く利用されている。

日米欧における信用格付の変更の件数を四半期ごとにみると、各国とも2003年ごろから格下げ率が低下していたが、サブプライム住宅ローン問題に起因する金融資本市場の変動が大きくなった2007年下半年以降、アメリカを中心として格下げ率が上昇している(第1-5-8図(1)(2))。また、日本では2008年下半年以降に格下げ率が急激に上昇しており、格下げ件数で見ると、2008年7-9月期からの増加ペースが顕著となっている。信用リスクの程度を評価する信用格付は、信用リスクを反映する指標である社債スプレッドやCDS指数と連動するはずである。そこで、これらの関係を調べると、2007年下半年以降の格下げ率の上昇に合わせて社債スプレッドやCDS指数も上昇している(第1-5-8図(3))。

なお、信用格付については、格付手法の不透明性や格付ビジネスの利益相反等の課題も指摘されており、あくまでも信用リスクを評価する際の参考情報の一つとして利用されるべきものである。信用格付の変更自体が社債利回り等を通じて金融資本市場に影響を及ぼす可能性など、その動向について注視していく必要がある。

第1-5-7図 国債・社債スプレッドの推移

金融不安の高まりを受けて、低格付債を中心にスプレッドが拡大



(備考) 1. Bloombergにより作成。

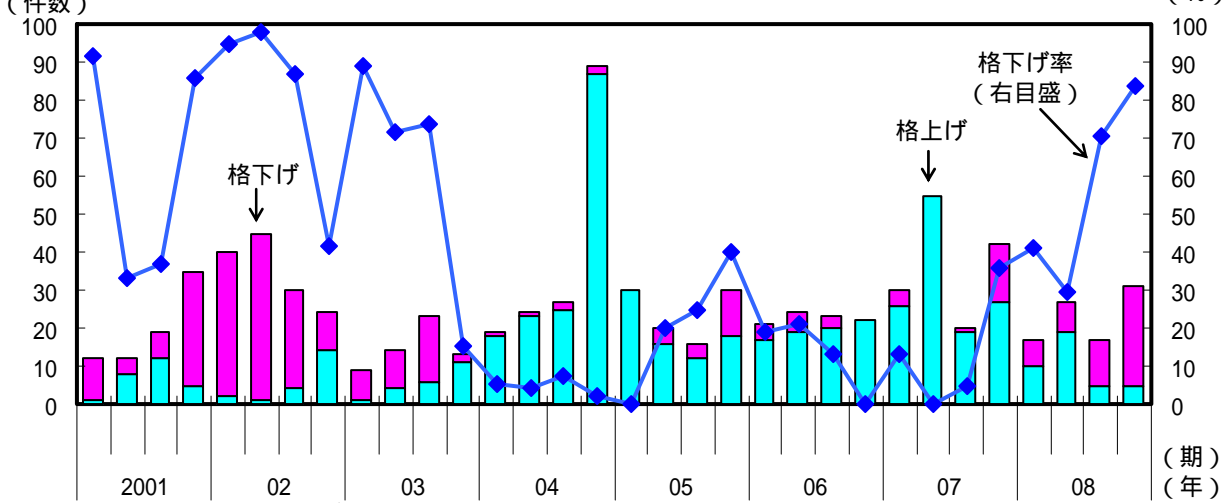
2. R & Iベースで作成。

3. 残存年数3年以上4年未満、4年以上5年未満、5年以上6年未満、6年以上7年未満の平均流通利回りを平均したもの。

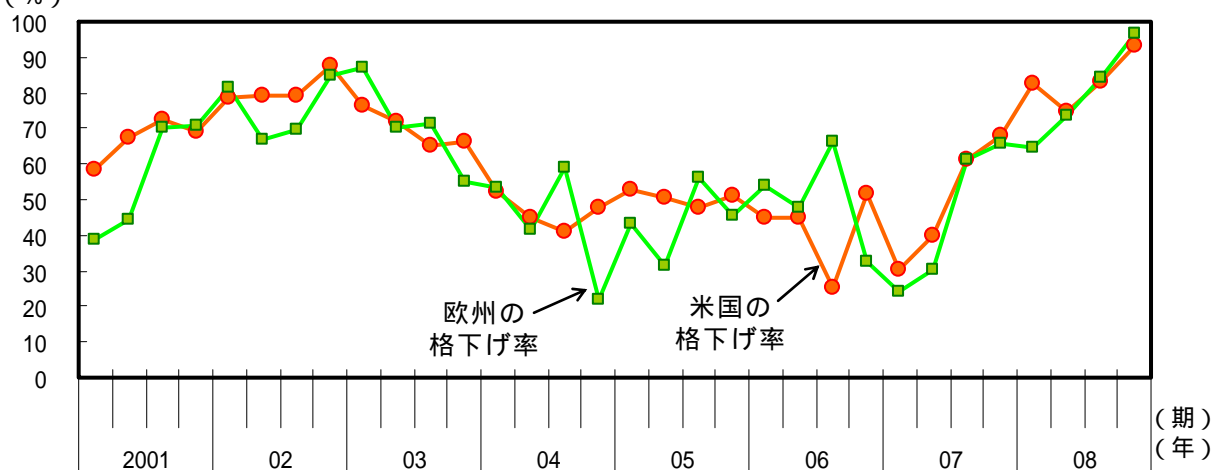
第 1 - 5 - 8 図 信用格付変更の推移

米欧は2007年下半期以降に格下げ率が上昇、
日本は2008年7-9月期から格下げ率が急上昇

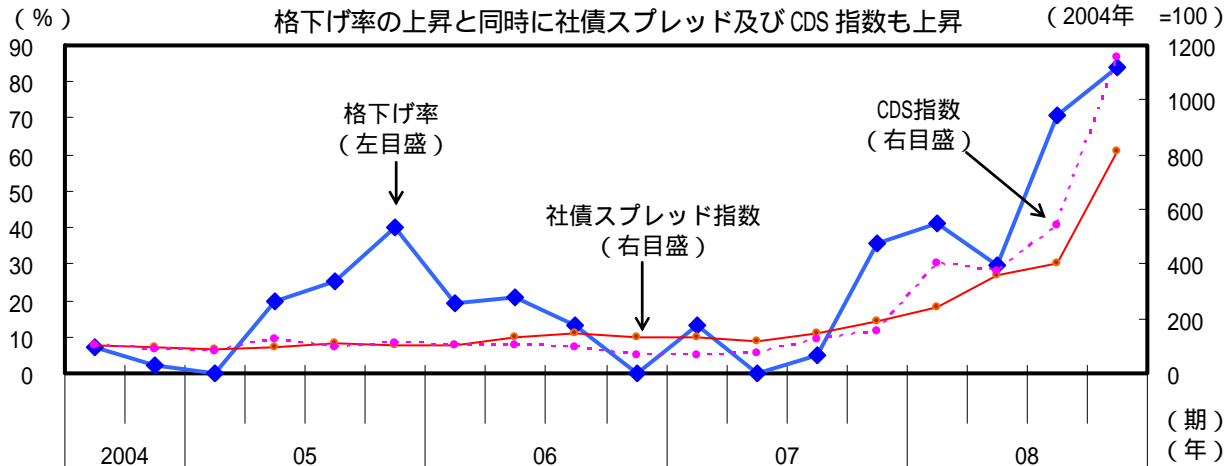
(1) 日本における信用格付変更の推移



(2) 米欧における格下げ率の推移



(3) 日本における格下げ率と社債スプレッド及びCDS指数の推移



(備考) 1. Bloombergのデータにより作成

2. 信用格付はムーディーズ社によるもので、格付見通しの変更を含む

3. 格下げ率 = 格下げ数 / 格付変更数

4. 社債スプレッドはBBB格の5年社債と5年国債の流通利回り格差

5. CDS指数とは、企業が債務不履行となった場合等に代位弁済を受けるための保証料を取引するクレジット・デリバティブの一種

(日本銀行の対応)

我が国の株式や長短金利等の市場においてもみられた、2008年9月末以降の世界の金融資本市場の動揺に対応して、日本銀行はG7等諸外国の通貨当局とも協調し、以下のような対応を行った。

第一に、9月中旬のアメリカ大手証券会社の破綻に端を発した世界的な金融資本市場の緊張状態に対し、国債レポ市場の流動性改善措置、CPオペの積極活用等、年末越え資金の積極的供給を通じ、積極的な流動性供給を行っている。さらに、ドルの流動性が世界的に枯渇する局面がみられたため、各国中央銀行とも協調して、アメリカ連邦準備制度とドルのスワップ協定を結び、ドルの流動性供給を行った。

また、10月31日の金融政策決定会合において、景気の下振れリスクの高まりと物価の上振れリスクが低下してきたという判断に基づき、無担保コールレート(O/N物)の誘導目標を0.5%前後から、0.2%引下げ、0.3%前後とした。それとともに、補完当座預金制度を導入し、当座預金のうち所要準備を上回る部分については、0.1%の利息を付す制度を臨時に導入した。これにより既存の補完貸付制度とあいまって、資金供給の円滑化に資すると考えられている。

12月2日には臨時の金融政策決定会合が開かれ、民間企業債務の適格担保範囲を拡大することや民間企業債務を担保とした新たなオペレーションを導入することが決定され、年末・年度末の企業金融の円滑化を支援することとされている。

今後とも、金融市場の動向に応じ、日本銀行には、政府の政策取組や経済の展望と整合的なものとなるよう、金融政策運営において、機敏な対応をとっていくことが求められよう。

3 為替市場の動向

2008年初めから3月ごろにかけては、アメリカ景気の先行き不透明感からドルが主要通貨に対しておおむねドル安傾向で推移したため、ドル円相場も円高傾向で推移した(第1-5-9図)。夏ごろにかけて、アメリカ経済の先行き懸念の一時的後退や利上げ観測もあり、円高傾向に歯止めがかかったが、9月以降金融危機が深刻化する中でドルが大きく売られ、円が急騰し、10月下旬には93円台半ばまで円高が進展する局面もみられた。

一方、ユーロは、内外金利差の拡大もあって、主要通貨に対し、夏ごろまでは堅調に推移してきたが、9月末以降欧州にも金融危機が広がり、住宅バブルの崩壊といった欧州固有の問題の影響も拡大したため、対円でも大きく売られて円高が進行し、1ユーロ115円台後半の安値圏となる局面もみられた。

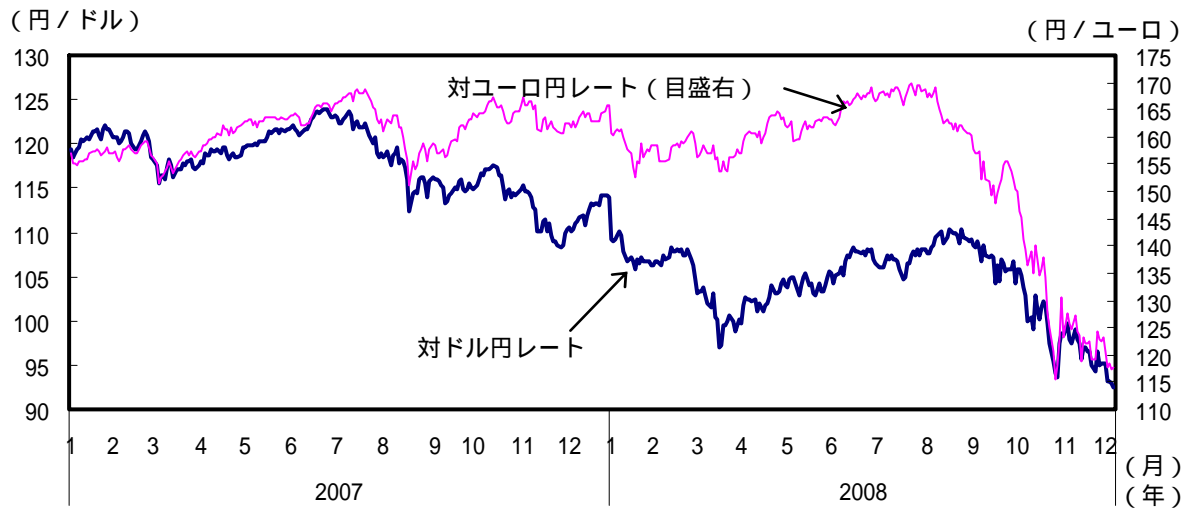
これまで、低金利の続いていた日本円を高金利国の通貨に替えて運用するというキャリートレードが盛んに行われてきたが、この対象となってきたユーロや資源国などの高金利国経

済は金融危機の進展の中で先行き不安が急速に高まり、キャリートレードは急激に巻き戻され、これら高金利国通貨は円に対して大きく売られた。こうした動きとあいまって、日本の金融システムは相対的にダメージが浅いと考えられたこともあって、急速な円買いの動きにつながったと考えられる。なお、ドルについては、世界的にドルの流動性が急激に枯渇したことで、ユーロ等の円以外の通貨に対してはドル高となったが、相対的には円が選好されたため円に対してはドル安となった。さらに、日米の金利差がアメリカの利下げによって縮小したため、円に対しては急速に弱含み、円の独歩高の展開となったとみられる。

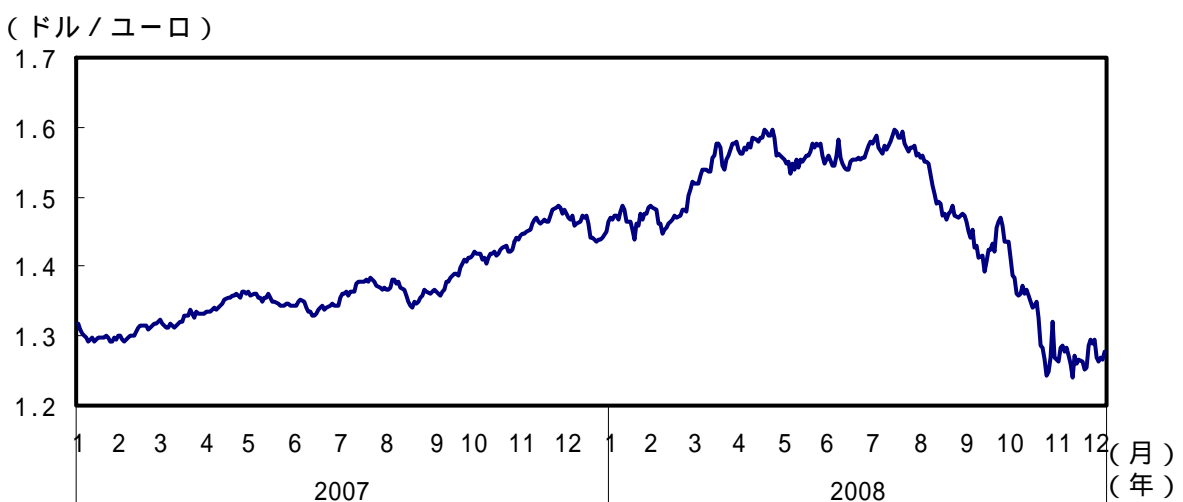
第 1 - 5 - 9 図 為替レートの推移

金融危機が進展する中、円が独歩高の展開

(1) ドル・円相場とユーロ・円相場の推移



(2) ドル・ユーロ相場の推移



(備考) 日経NEEDSにより作成。

4 財政の状況

政府は「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針（基本方針 2001）」等に基づき、歳出削減努力を行ってきた結果、2002 年以降、財政収支は改善してきた。この動向を、税金など景気循環の影響を受ける循環的財政収支とネットの利払い費、そのほかの構造的な歳出などを示す構造的基礎的財政収支に分解すると、2002 年以降の財政収支の改善には、構造的基礎的財政収支の改善が最も寄与してきたことが見て取れる（第 1 - 5 - 10 図）。

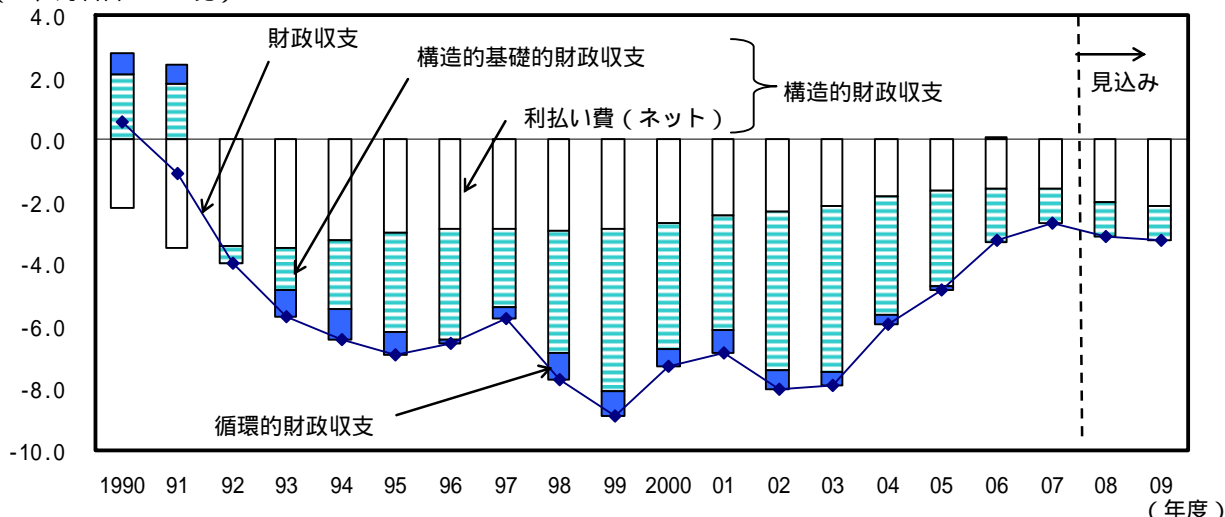
こうした動向を歳出、歳入構造の面からみると、歳入面では、2004 年度以降の法人税収の増加が財政収支の改善に寄与してきた（第 1 - 5 - 11 図）。また、歳出面では公共投資の減少基調が歳出抑制に寄与してきたことが分かる。

ただし、2007 年末ごろから我が国経済は後退局面に入った可能性が高く、2008 年秋以降は厳しさを増していることから、法人税収等を中心に歳入の減少が予想される。また、「安心実現のための緊急総合対策（2008 年 8 月）」の裏付けとなる補正予算が 10 月 16 日に成立したほか、「生活対策（2008 年 10 月）」に盛り込まれた施策を実施するため、予算措置が予定されており、こうした歳出面での動向についても、今後財政収支にどの程度の影響をもたらすか注視する必要がある（付表 1 - 1）。

第 1 - 5 - 10 図 国・地方の循環的・構造的財政収支の動向

構造的基礎的財政収支が全体の収支の改善に大きく寄与したが、今後は悪化の見込み

(%、対名目 GDP 比)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」等により作成。2006年度までは実績、2007年度は実績見込み、2008年度以降は推計値を用いた。なお、見込みについては、GDPギャップはゼロと仮定した。

2. 推計方法については、付注 1 - 2 を参照。

3. 98年度は、国鉄・林野一般会計承継債務分（約27兆円）を除く。

4. 2000年度、01年度の郵貯満期に伴う税収増は、それぞれ、約4.5兆円、約3.7兆円。

5. 2005年度は、道路関係 4 公団より日本高速道路保有・債務返済機構が継承した、中央政府の土地の購入分（9兆2,918億円）を除く。

6. 2006年度、2008年度は、財政融資資金特別会計から国債整理基金特別会計への繰入れ等を除く。

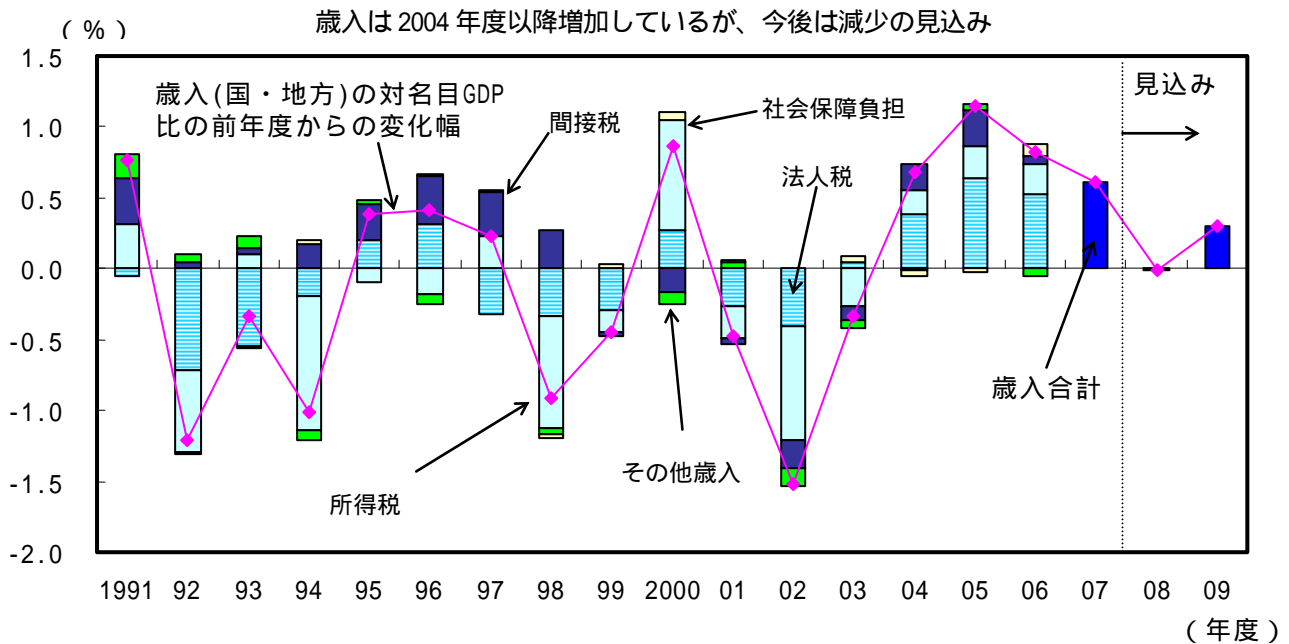
7. 財政収支 = 循環的財政収支 + 構造的財政収支

= 循環的財政収支 + 構造的基礎的財政収支 + 利払い費（ネット）

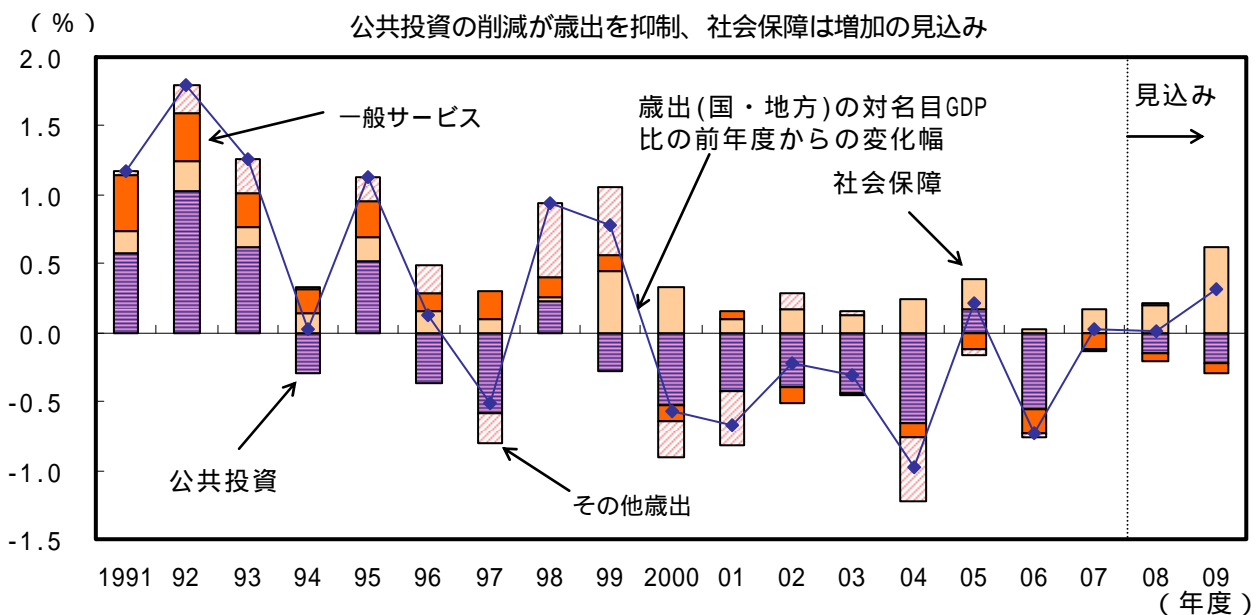
= 基礎的財政収支 + 利払い費（ネット）

第1-5-11図 歳入、歳出の動向

(1) 歳入の動向



(2) 歳出の動向



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」等により作成。2006年度までは実績、2007年度は実績見込み、2008年度以降は推計値を用いた。
2. 国・地方間の経常移転は相殺した。
3. (1)で、2007年度以降については、歳入合計のみを表示。
4. (2)で、「その他歳出」の要因には、民間企業への補助金、資本移転(純)、固定資本減耗(控除)等が含まれる。
5. 98年度は、国鉄・林野一般会計承継債務分(約27兆円)を除く。
6. 2000年度、2001年度には、郵貯満期に伴う税収増が、それぞれ、約4.5兆円、約3.7兆円含まれる。
7. 2005年度は、道路関係4公団より日本高速道路保有・債務返済機構が承継した土地の購入分を除く。
8. 2006年度は、財政融資資金特別会計から国債整理基金特別会計への繰入れ等を除く。

5 公共投資の動向

最後に 2008 年中の公共投資の特徴的な動向について議論する。

(公共投資は総じて低調)

国民経済計算の公的固定資本形成や公共工事の代表的統計である「公共工事前払金保証統計」における公共工事額を見ると、2000 年代に入って以降、公共投資は減少基調で推移してきた(第 1 - 5 - 12 図(1))。しかし 2006 年度以降は下げ止まりの兆しがみられる。発注機関別に見ると、都道府県、独立行政法人等の下げ幅が小さくなっているほか、2006 年度ごろから国の機関による発注が増加していることが寄与しているものとみられる(第 1 - 5 - 12 図(2))。更に発注額を四半期ベースで見ると、2007 年以降、国機関による東京近辺の空港や高速道路といった大規模工事発注の影響などもあって、2006 年 10 - 12 月期、2007 年 1 - 3 月期、4 - 6 月期には国発注分が増加し、2007 年 1 - 3 月期には全体でも増加する局面がみられた。さらに、2008 年 7 - 9 月期においては、国・地方ともに増加に転じている(第 1 - 5 - 12 図(3))。

いうまでもなく、年間を通してみれば、国の公共投資関係費は 2004 年度以降減少を続けており、均してみれば公共投資は低調であることは変わりない。したがって、現在の予算規模を前提にすれば、2008 年度の公共投資も総じて低調に推移することが見込まれる(第 1 - 5 - 12 図(4))。ただし、公共投資の発注主体の構成比や多年度の支出を予定している大型プロジェクトの有無、年度内の支出パターンなどは様々な事情で変化することが考えられる。

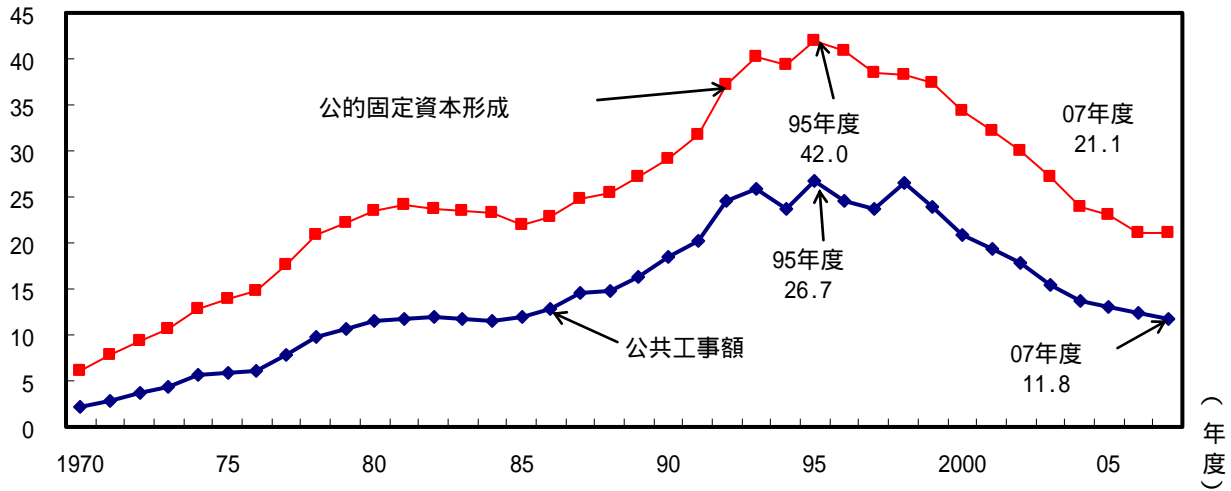
例えば 2006 年度については、2006 年度予算において予算配分の重点化が行われたことが影響した可能性がある。公共事業関連予算額が減少する中で、投資効率を高めることなどを目的に補助事業が減少し、国直轄事業が増加したことにより、国発注の公共事業が増加したものと考えられる。

また、予算額に対する公共事業の毎月の累積執行率を計算し、過去 5 年分の平均執行率からの乖離の形で、月ごとの執行状況を調べてみよう(第 1 - 5 - 13 図)。2008 年度は 6 月までは遅い進捗ペースであったが、国の機関においては、夏以降、執行が例年よりも早いペースで進捗しており、8 月以降は過去 5 年で最も高い進捗率となっている。ここから、公共投資が下げ止まっているのは、執行の前倒し傾向が要因となっていることが分かる。地方については、年度前半の執行は遅れている模様であるが、これは 2008 年 4 月に道路特定財源の暫定税率が失効したことに伴い、多くの自治体が予算執行を保留したことが影響しているものとみられ、年央以降は執行も進捗していくものと見込まれる。2008 年 10 月 16 日に成立した補正予算において公共工事関連予算の積み増しが行われ、また追加の経済対策も公表されていることから、公共工事の執行が進んでいくとみられる(付表 1 - 2)。こうしたことから、2008 年度の公共投資額は、月によっては、前年比で上昇することもあるものと考えられる。

第1-5-12図 公共工事の動向

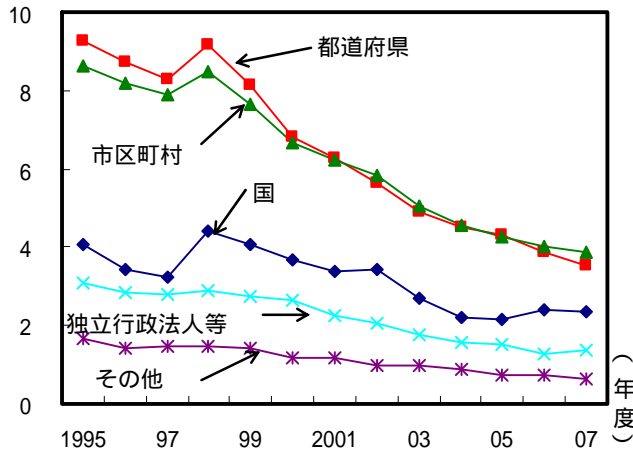
(1) 全体
(兆円)

公共工事額及び公的固定資本形成は減少



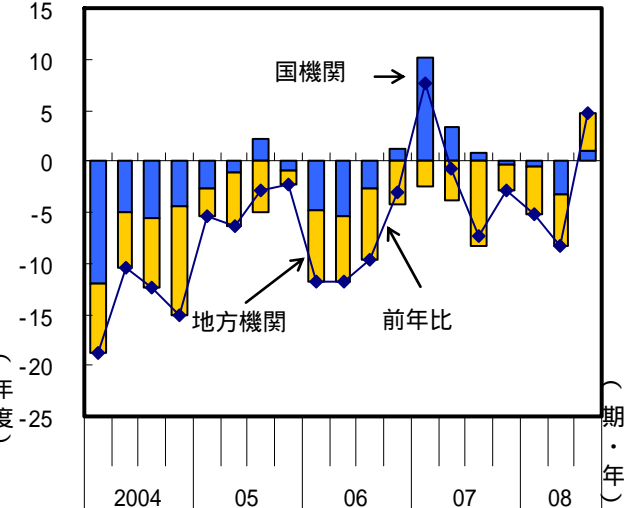
(2) 発注機関別長期

(兆円) 国、独立行政法人等はこのところ横ばい



(3) 発注機関別四半期

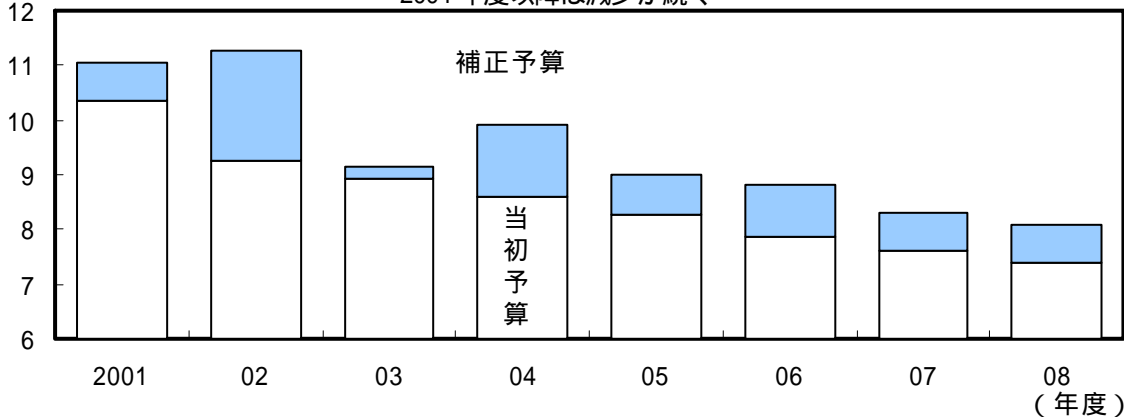
(%) 08年7-9月期は国、地方ともに増加に寄与



(4) 国の公共投資関係費の推移

(兆円)

2004年度以降は減少が続く



(備考) 1. 北海道建設業信用保証株式会社、東日本建設業保証株式会社、西日本建設業保証株式会社「公共工事前払金保証統計」及び内閣府「国民経済計算」により作成。

2. (2)の「その他」とは地方公社、自治体出資法人、事務組合等。

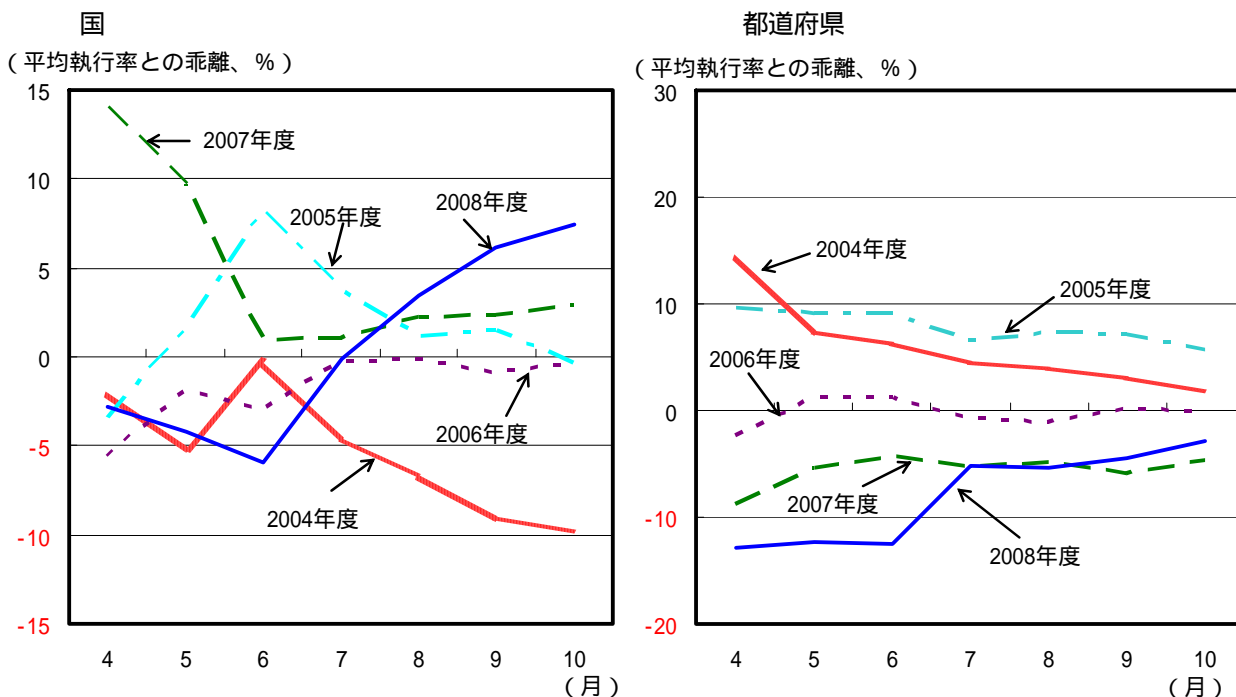
3. (3)の「国機関」とは国、独立行政法人等であり、「地方機関」とは都道府県、市区町村、地方公社等。

4. (4)の「公共投資関係費」は「公共事業関係費」と「その他施設費」との合計。

また、2008年度の補正予算の金額は2008年10月16日に成立した補正予算額による。

第1-5-13図 公共事業の執行状況

高まる国の執行率



- (備考) 1. 北海道建設業信用保証株式会社、東日本建設業保証株式会社、西日本建設業保証株式会社「公共工事前払金保証統計」により作成。
 2. 執行率は公共工事請負金額(累計額) / 当初予算額により算出。
 3. グラフは2004年度から2008年度の平均執行率と当該年度の執行率の乖離を示したものの。

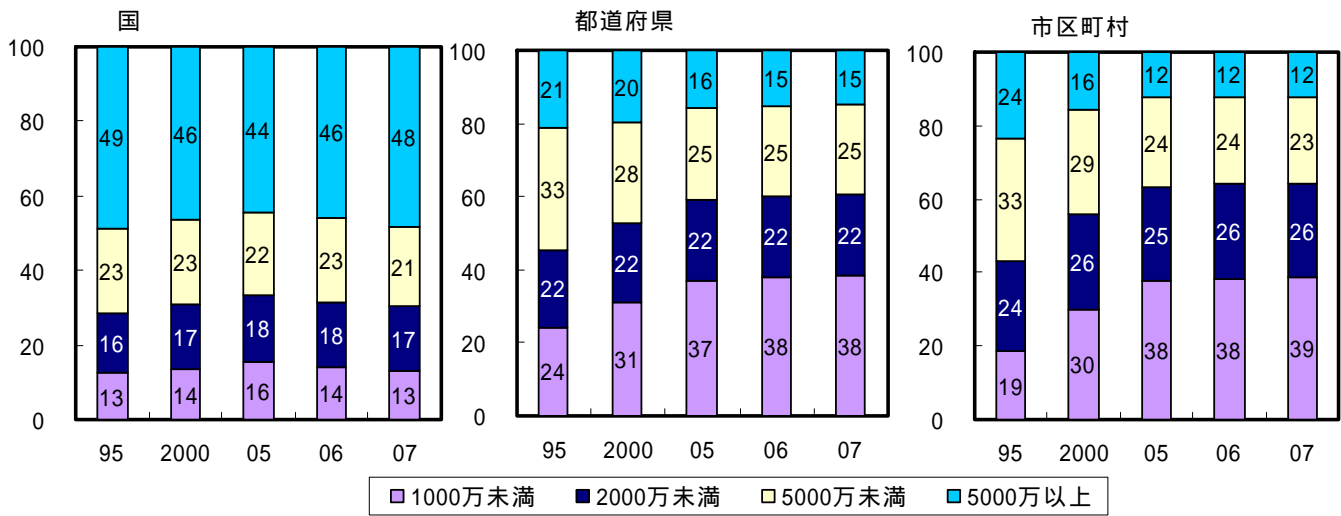
(小規模化は一服)

なおこうした状況の下、一件当たりの公共工事の小規模化(いわゆる「ミニ化」)については一服感がみられている。国、都道府県、市区町村ごとに、工事費額別の工事件数を見てみよう(第1-5-14図)。2005年度までは、いずれの機関においても5000万円以上の大規模工事は減少し、1000万円未満の小規模工事が増加する傾向がみられた。2006年度以降も、都道府県や市区町村ではおおむね横ばいでこの傾向に大きな変更はない。一方、国においては、2006年度以降、5000万円以上の大規模工事の比率が増加してきており、一件当たりの公共工事額は増加に転じている。

このように公共工事の小規模化に一服傾向がみられるのは、既述のとおり、2006年以降に東京近郊の空港や高速道路などの大規模工事がみられたことに加え、2006年度の予算配分の重点化による国直轄事業の増加といったことが影響しているものと思われる。2008年度の補正予算による新規事業については、学校など公共施設の耐震化などの比較的小規模なものが多いと考えられ、今後、こうした傾向がどのようになるのか注目される。

第1 - 5 - 14 図 公共工事額別工事件数の推移

都道府県、市区町村では小規模化が進むが、国では5000万円以上の工事が若干増加



(備考) 北海道建設業信用保証株式会社、東日本建設業保証株式会社、西日本建設業保証株式会社「公共工事前払金保証統計」により作成。