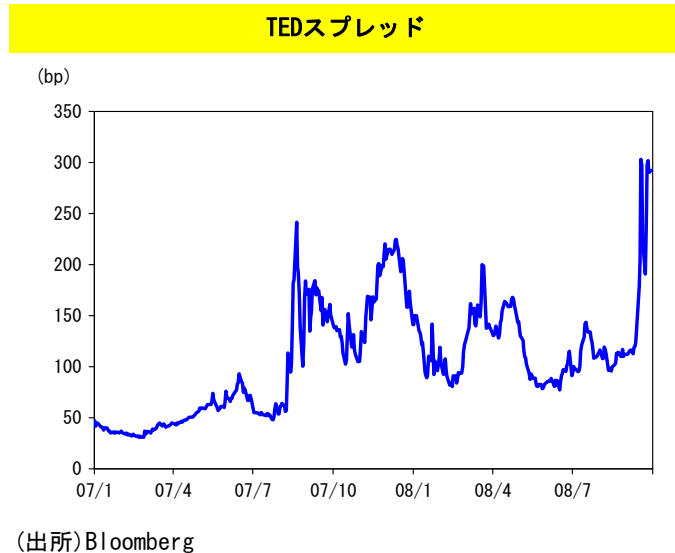


## 米金融安定化政策の実効性

- 米政府による金融安定化政策の発表で、市場の不安心理は一旦和らいだ。
- しかし、政府による不良資産買い取り策が実効性を持つかどうかは未だ不確実。
- 住宅価格下落が止まらず金融機関の資産劣化が続けば、最終的には、金融機関への公的資本注入が必要になる可能性がある。

リーマン・ブラザーズ破綻の激震で、市場参加者の「不確実性」は極度に高まった。どこが破綻するかわからないとの疑心暗鬼から、資金の「出し手」が一斉に市場から身を引き、市場の流動性資金は枯渇した。現状、各中銀による流動性供給でなんとか凌いでいるが、資金の「貸し借り」のインフラである金融システムは、事実上機能麻痺に陥っている。今週、市場のパニックは和らいだが不安心理は燻ったままだ。金融機関の破綻リスクを示す TED スプレッド(Libor ロンドン銀行市場金利と財務証券の格差)は、依然 300bp もの水準で高止まりしている。



世界の金融市場を震撼させている金融危機への対応策として、米当局は、7000 億ドル (GDP 比約 5%) もの財源による、不良資産買い取り策等の金融安定化政策を打ち出した。現状市場の注目は、政府の危機対策の「実効性」に集まっている。いくつか論点があるが、ポイントの一つは、大規模な財源を用意できても公的機関による不良資産買取りスキームが機能するか否かという点だ。仮に、サブプライムから組成された不良資産が、公的部門へ大規模に移転されれば、民間金融機関の資本不足懸念が払拭される。しかし、不良資産の移転がスムーズに進む否かは、現実的に難しい問題がある。それは、税金投入の財務省案が議会で承認されるかという政治ファクターに加え、不良資産の価格付

け（プライシング）が非常に難しいことにある。例えば、不良債権で苦しんだ日本においても、1999年に公的資金を使った RCC(整理回収機構)が設立されたが、実際には不良債権がスピーディーに RCC へ移管せず、問題解決の決定打にはならなかった。理由のひとつは、銀行による厳格な資産査定が行われず、不良債権の価格付け（プライシング）が進まなかったことだ。最終的には日本では、銀行への公的資金注入が不良債権問題終結をもたらした。この例からわかるとおり、公的資金を財源に買い取り機関の枠組みが作られても、それが実効性をもって機能するか否かは別問題である。不良資産の公的部門への移転が進まず、金融機関の資産劣化が止まらなければ、毀損している自己資本を拡充につながる公的資金による資本注入（政府による金融機関の株式買い上げ等）のスキームが必要になる。現段階では金融安定化法案には、金融機関への資本注入の具体策は含まれそうにない。

現在の米国の金融危機の深刻度が、かつての日本のバブル崩壊と同じであれば、最終的に危機を解決するために公的資金の金額も同規模に達する可能性が高い。そうであれば、公的資金の使い方も同様になる。仮にそうなら、最終的に今回の金融危機を終結させるためには、①不良資産の公的部門への移管、だけではなく②金融機関への強制的な公的資本注入、という枠組みが必要になる。最終的に、②強制的な公的資本注入、が必要か否かは金融機関が保有する資産状況に加えて、保有資産が更に劣化するか否かが影響する。言うまでもなく、保有資産が、①価値を保つ、あるいは②更に劣化する、かは不良資産の元凶となっている住宅価格の動向に依存する。そして、住宅価格動向を決するのは景気動向である。ここ1ヶ月市場は大手金融機関破綻という予想外のショックにパニックに陥ったが、それが和らぐと同時に、実態経済の動向に市場の注目は向かうだろう。

こうした中で、米国の実体経済を示す経済指標に、まだ明るい兆しはみられていない。9月25日に発表された8月新規住宅販売は、前月比-11.5%と大幅に落ち込んだ。住宅市場では、依然10ヶ月分以上の在庫が積み上がっており、住宅需給が改善に向かう兆しはみられない。住宅市況の底入れしなければ住宅価格の下落にも歯止めがかからず、その結果不良資産が増える。米国は、「実体経済低迷」←→「資産（住宅）価格下落・金融システム機能不全」という負のスパイラルに陥りつつある。この状況が長期化すれば、米政府は、金融危機解決の最終手段である、金融機関への公的資本注入を余儀なくされるだろう。

米住宅在庫率(在庫/販売比率)の状況



なお、金融安定化法案の帰趨は流動的だが、現段階で中心メニューである不良資産買い取りに加え、個別金融機関への資本注入を念頭においたスキームも一部で議論されている。仮に、公的資金注入のスキームが具体化すれば、今回の金融安定化政策の実効性は格段に高まる。これはまだメインシナリオではないが、その場合は、金融安定化策が効果を発揮し、景気回復・持続的な株価上昇につながるだろう。

## 来週の経済指標・イベント (9月29日～)

9月29日

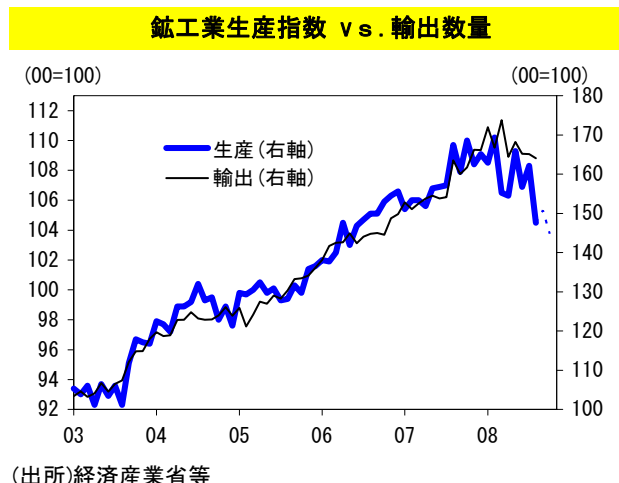
米個人所得・支出、PCE指数8月

9月30日

日本鉱工業生産8月

マネックス予想 前月比-2.0%、市場予想 -2.4%

製造業の生産活動停滞が続いている。8月生産指数は、前月比-2.0%と7月(同+1.3%)の増加分を失う形で減少する。08年1-3月以降、生産指数は減少トレンドを辿っているが、減少に歯止めがかからない。輸出不振が企業の生産活動の大きな足かせとなり、製造業の業績を巡る環境は一段と悪化している。

日本失業率・有効求人倍率8月 マネックス予想 4.1%・0.89倍日本家計調査8月 マネックス予想 前年比-1.8%日本住宅着工8月 マネックス予想 前年比+50.0%

日本商工中金企業景況感調査8月

ユーロ消費者物価9月

米S&amp;Pケースシラー住宅価格指数7月

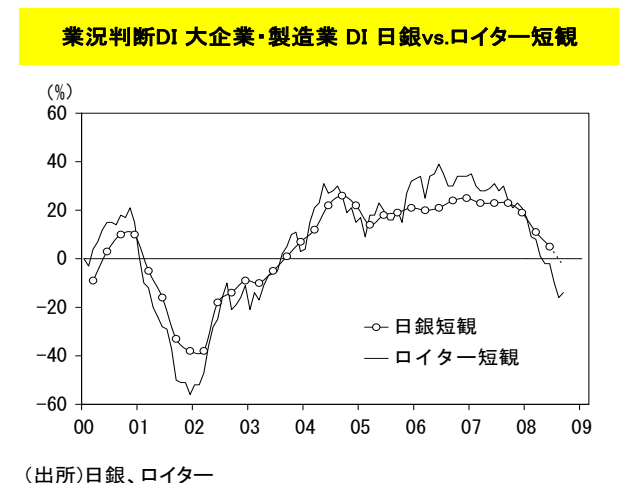
米消費者信頼感指数9月

10月1日

日本日銀短観 業況判断DI

マネックス予想 大企製造DI-3、市場予想 -2マネックス予想 大企非製造+1、市場予想 +5

日銀短観では、製造業・非製造業ともに景況感の更な



る悪化が確認される。製造業では、輸出・生産の調整が続き、さらに円高で輸出企業の売上が目減りしているため。一方、消費停滞の長期化を背景に、非製造業の景況感も、製造業同様の悪化を余儀なくされる。

日本毎月勤労統計 8月

米 ADP 雇用統計 9月

米 ISM 製造業指数 9月

10月2日

ECB 理事会

10月3日

米雇用統計 9月

マネックス予想 雇用者(対前月)-100千人.vs

市場予想-90千人

マネックス予想 失業率 6.0%.vs 市場予想

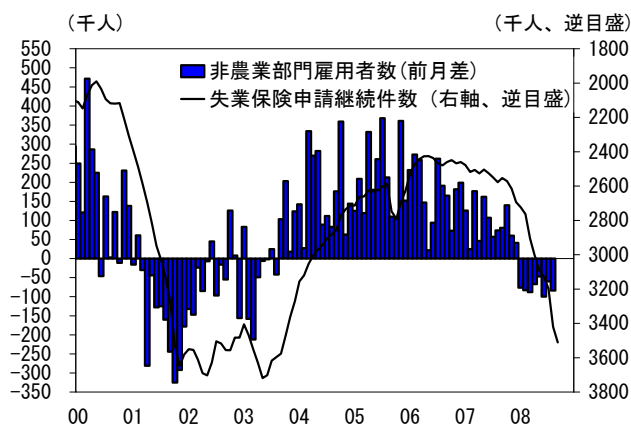
6.1%

米労働市場の悪化が続いている。今週末発表される9月の非農業部門雇用者数は前月対比-100千人と前月(8月+84千人)から減少幅が拡大する見通し。雇用悪化が消費の一段の低迷につながっており、減税による消費押し上げ効果が相殺されている。

ユーロ小売売上 8月

米 ISM 非製造業指数 9月

米 雇用者vs.失業保険申請数



(出所)Datastream

## 今週の経済指標 (9月22日～)

### 欧州 PMI 製造業・サービス業 (9月)

欧州圏の景気減速が鮮明になっている。9月 PMI は、製造業が 45.3(前月 47.6)、サービス業が 48.2 (前月 48.5) と一段と低下した。PMI は 08 年半ばから低下し始め、6月以降 50 を下回っているが悪化に歯止めがかかっている。世界的な景気減速を背景とした輸出低迷・住宅市況の低迷による消費減速、が指数低迷の背景。今後、ECB の金融政策が緩和スタンスへ転換する可能性が高まっている。

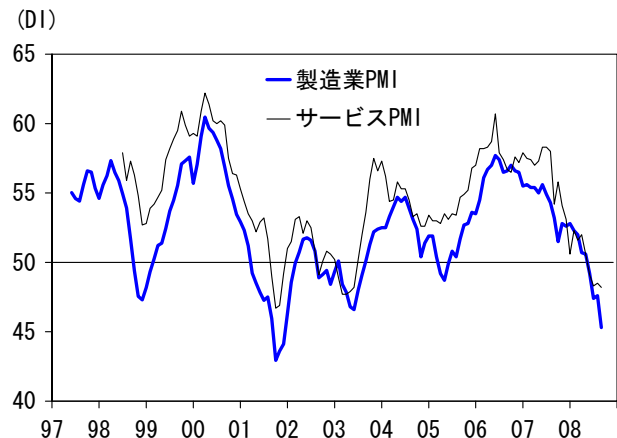
### 日本 貿易統計(8月)

世界経済の低迷を背景に、日本からの輸出も減少局面に入っている。8月の輸出金額は前年比+0.3%と前年並みにとどまった。一方原油高により、輸入金額が膨れ上がった結果、貿易収支は-3240億円と赤字に陥った。8月に貿易収支が赤字に転じるのは 1982 年以来 26 年ぶりのことだ。輸出企業の企業業績を巡る環境は、悪化の一途を辿っている。

### 米 新規住宅販売(8月)

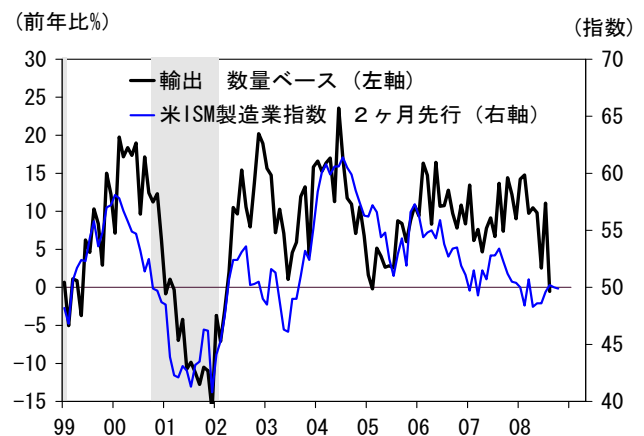
米住宅市場の悪化に歯止めがかかっている。8月新規住宅販売は前月比-11.5%と大きく減少した。住宅在庫/販売比率も再び上昇するなど、過剰在庫が積みあがっている状況に変わりない。住宅価格下落と金融市場の混乱が、实体经济の低迷に繋がる悪循環に陥っている。

### 欧州PMI(製造業・サービス業)



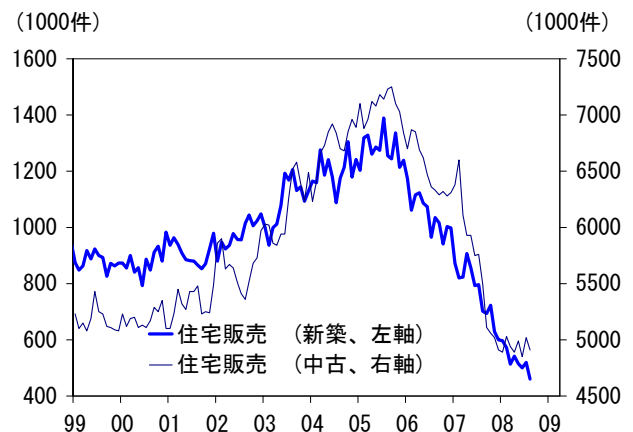
(出所)Datastream

### 日本輸出vs. 米ISM製造業指数



(出所)財務省、Datastream

### 米住宅販売の動向

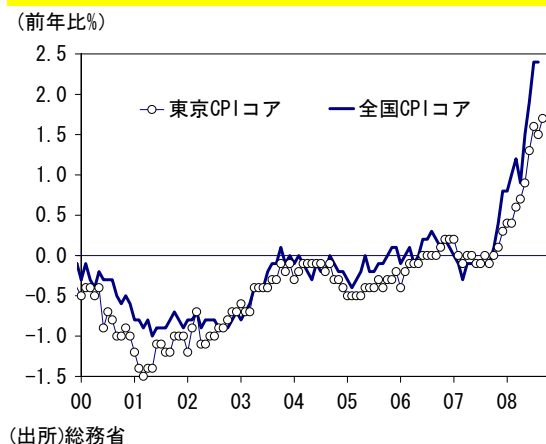


(出所)Datastream

## 日本 消費者物価(全国8月、東京9月)

日本でも物価のじり高が続いている。全国コア消費者物価は前年比+2.4%と、前月(7月)と同じ伸びとなった。先行指数である9月東京コア消費者物価は前年比+1.7%と加速しており、景気悪化が続く中でインフレ指標が悪化する状況が目先続く。ただし、国際商品市況では原油価格が調整しており、ガソリン価格下落を背景に、年末にかけて消費者物価の伸びは低下する見通し。

コアCPI 全国vs.東京



- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。
- ・内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第165号  
加入協会：日本証券業協会、（社）金融先物取引業協会