

テーマ：2011年の市場見通し

発表日：2010年12月28日（火）

～冴えない景気を過剰流動性が支える～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

主要国中心に景気は伸び悩み

2011年の世界経済は、生産活動の減速局面からスタートする。2009年以降の生産活動の急回復は、リーマン・ショックを受けての景気失速に際し、①各国が執った過去最大規模といえる景気対策によって需要が押し上げられたこと、②急激な生産調整を行っている過程で景気対策によって需要が押し上げられたことにより在庫が急減、その後は在庫還元効果が生産を嵩上げした——ことが背景にある。しかし、足元ではこうした生産押し上げ効果が剥落しており、生産の勢いは減速している。なかでも、多くの財の中で先行的に循環する傾向のあるハイテク部品などについては、当該部品の主要生産国である韓国や台湾において、未だ需給バランスの改善がみられていない。したがって、未だ暫くは生産活動の減速局面が続き、景気全体でみれば当面は踊り場的な状況にとどまるものと見込まれている。

通常、こうした景気回復初期段階の生産加速局面が一服した後は、生産活動は需要の伸びに応じたペースで拡大していくことになる。しかし、肝心の需要についても順調に回復していくとは見込み難い。

まず、主要国においては、米国家計は引き続き強いバランスシート調整圧力下にあり、資金を借り入れてまで消費を拡大させていくような状況には程遠い。株価の上昇によって高所得者層などの消費は持ち直しの動きがみられるものの、消費者マインドの低迷に見られるように圧倒的多数の家計は高失業のもとで財布の紐は固く締まったままの状態にある。暫くは、米家計は所得の範囲内の消費が続くと見られ、貯蓄率で3～6%程度の貯蓄を維持するような状況が続こう。バランスシート改善の一翼を担うのは資産価格の回復だが、株価が順調に上昇している一方で、住宅価格は再び下落に転じるなどバランスシートの改善は限定的なものにとどまるとみられ、2011年中に消費が本格的に回復するような状況には至らないと判断される。

欧州では、ギリシャやアイルランドなど一部の財政状況が極端に悪化した国で厳しい緊縮財政政策をとったことから内需が失速状況にある。こうした状況は引き続き厳しい緊縮財政政策を執る2011年も続くと思われる。一方、ドイツなど中核国では輸出に支えられたこともあり、好調さを維持している。しかし、2011年はルクセンブルクなどを除きほとんどのユーロ加盟国で財政再建のための緊縮策を執ることとなっている。このため、2010年対比でみれば内需を取り巻く環境は厳しくなり、一段の加速は見込み難い。

日本では、2000年代半ばにバブル的な需要押し上げがなかったこともあり、消費者マインドに見られるように内需を取り巻く環境は欧米に比べると良好な方に入る。しかし、円高や主要国経済の伸び悩みもあって輸出が減速しており、デフレ期待の強い内需も盛り上がりや欠いたままとなっている。また、景気対策効果の剥落した自動車や一部家電製品においてはかなりの需要先食いをしたとみられ、当面は消費のけん引役も見当たらない。

一方、新興国は引き続き相対的に高い成長を維持すると見込まれる。ただし、主要国の需要伸び悩みから輸出は緩やかに鈍化すると見込まれるほか、2011年も多くの国で利上げ基調は続くと思われる。景気の拡大ペースは2010年に比べれば鈍化を余儀なくされよう。一部では、日米の量的緩和政策などを背景にした過剰流動性の流入もあって資産価格がバブル的に上昇、これが需要を刺激する可能性もあるが、それはそれで後のインフレリスクを高めたり、さらなる金利上昇による景気失速懸念を高めるなどの弊害が懸念されることになる。

このように、2011年の需要を取り巻く環境は芳しくなく、盛り上がりや欠ける公算が大きい。一旦の加速局面が一服した生産活動も需要の伸び悩みに応じて控えめな伸びにとどまると見られ、世界経済は失速するようなりリスクが小さい一方で、主要国が自律的な回復に転じて順調に加速していく姿も見込み難い。

2011年の市場を左右する最大の要素はFRBの金融政策

このように、市場を取り巻くファンダメンタルズについては、足元で期待されているほど強いものではなく、全般的に伸び悩む冴えない環境であると予想される。一方で、足元でリスクマネーを支えている要素として、FRBの量的緩和策の寄与が大きいことは疑いの余地がない。2011年についても、ファンダメンタルズが冴えないなかでは米国の金融政策の動向が市場を左右する重要な要素となろう。

筆者は、6月末までとされているFRBの量的緩和策第二弾(QE2)は延長される公算が大きいと考えている¹。実際に延長されることとなれば、流動性はリスク性資産価格を一段と押し上げる効果が期待されるほか、米国債についてもタイトな需給環境が維持されることから金利の行き過ぎた上昇は抑えられよう。過去においても、流動性が拡大傾向にある下²では当該国の株価などが極端に調整したような局面はない。逆に、流動性が縮小傾向を辿る局面では拡大局面での上昇が大きい資産価格ほど大きな調整を迎えた例が多い。したがって、QE2の下では株などリスク性資産価格は基本的には底堅い推移を維持することが可能と見られる。筆者は、FRBの量的緩和策の狙いは家計のバランスシートを資産価値の向上によって加速させることにあると考えており、消費者マインドが足元の過去最低レベルから脱して消費者の購買意欲が回復し、景気が自律的な回復軌道に乗るまでは量的緩和策を継続すると判断している。米国の資金循環統計³によれば、2010年9月末時点で家計(及び非営利団体)が保有する資産は、株価の上昇を主因に金融資産が前期比+4.2%拡大したものの、不動産資産は住宅価格が再下落したことから同▲3.8%減少し、資産全体では同+1.7%の増加にとどまった。一方、負債は全体で同▲0.1%の減少にとどまった結果、資産全体に占める負債の割合は20.3%と前期から▲0.3%ポイントの低下と、僅かな改善にとどまっている。今後も住宅需要は引き続き弱く、住宅価格も下落基調が続くものと見込まれ、家計のバランスシート調整は緩やかなテンポで進むものと予想される。このため、消費の本格回復には時間がかかり、FRBの量的緩和策も長期化しよう。結果的には、2011年6月末までの国債買入しか決めていないQE2は延長され、2011年4～6月期中にはQE3の議論が高まり、FRBは量的緩和策の延長を決める公算が大きい。このことは、過剰流動性相場が年内継続することを意味し、リスク性資産への資金流入は続くものと見込まれる。同時に、量的緩和策の継続は低金利政策長期化との期待を市場にもたらすため、債券利回りには時間軸効果が働くような格好で金利の行き過ぎた上昇は抑制されるものと予想される。

2011年の資金フロー

こうした前提の下に2011年の資金フローを展望すると、FRBの量的緩和策が継続されるなかでリスク性資産は全般的に堅調な展開が見込まれる。ただし、春頃までは景気の足踏みを背景にした行き過ぎた楽観論の修正や、欧州の財政不安の再燃(後述)などもあって株などのリスク性資産は伸び悩み、金利は低下余地を探る展開が予想される。リスクマネーが活発化するのFRBの量的緩和策が延長される見込みが高まってからなる。

地域別に見ると、量的緩和策が続く日米においては株価の上昇が見込まれる一方、厳しい財政再建に舵を切る欧州各国では内需の減速度合いや財政再建が実現するかどうかを見極める形で株のみならず債券についても神経質な市場展開となろう。一方、新興国や資源国では世界経済の持ち直しによる輸出加速というプラス面と、利上げの継続によるマイナス面との綱引きになる。株価に限定すれば、日米と新興各国のパフォーマンスは総じて大差ないものと予想される。

市場別には、株価は多くの市場でPERで見る限りほぼ妥当な水準にあり、2011年は業績なりの上昇が見込まれる。年末にかけては翌期の業績を織り込む余地もあり、特に日米では徐々に上昇基調を強めていく可能性がある。また、主要国経済の踊り場脱却・緩和策継続、新興国は利上げが続くなかでも潜在成長率程度の景

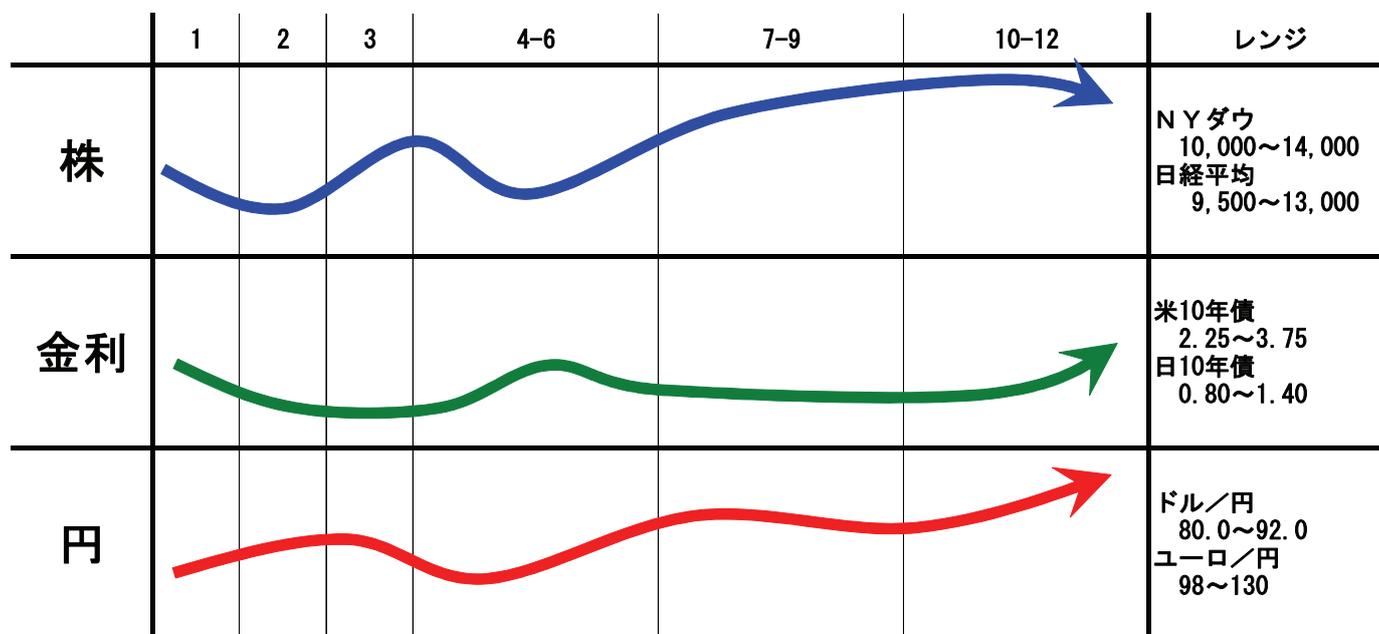
¹ 詳しくは「Market Watching FRB量的緩和の功罪(上)」(10/11/17)を御参照。

² 名目GDPに対するM1(現金及び預金)で算出した場合。

³ FRB “Flow of Funds”

気拡大継続を背景に、将来的な需給逼迫期待もあって商品市場は全般的に強含みの展開が予想される。一方、主要国ではインフレ率の低位安定（ないしは鈍化）、及び緩和政策の継続もあって、債券市場も底堅い展開が見込まれ、金利の行き過ぎた上昇は見込み難い。ただし、財政状況の改善が争点となる一部ユーロ圏や、過剰流動性の流入によるインフレ懸念がテーマとなる多くの新興国では、債券市場は神経質な展開となろう。為替市場では、米国の量的緩和継続はドル安要因となるものの、限界的には景気を持ち直し期待が高まるに連れドルの下落期待は薄らいでいくものと予想される。無論、緩和政策からの出口が見えてこないなかでは、ドルの本格的な持ち直しも展望されない。ユーロや新興国通貨については、債券市場同様に財政問題やインフレリスクを睨む格好で、不安定な展開が見込まれる。

今後の市場レンジ



リスクはFRBへの風当たり、欧州、新興国のインフレコントロール

こうしたなか、市場を取り巻くリスク要因については、主に以下のようなものが考えられる。

第一のリスクは、筆者予想の前提となるFRBの量的緩和政策が内外からの批判などによって、十分な効果を得られないまま打ち切られるケースである。11月に開催されたG20首脳会議でも話題の中心になったように、QE2に対しては新興国を中心に批判が強い。その理由として、①QE2はドルの減価圧力を強めるため、米国以外にとっては自国通貨高に繋がる、②QE2によって生じた過剰流動性の流入により、バブルやインフレ高進の懸念が高まる——といったものが挙げられている。これに対し米国側は、①QE2は決してドル安誘導を意図したものではなく米国経済回復のために必要な措置であり、②むしろ緩和策を行わずに米国経済が失速するようなことがあれば、その方が世界経済にとって悪影響を及ぼす——として批判をかわそうとしている。しかし、今後米国経済が失速を回避しながらも自律的な回復軌道に戻れない状態が続く、すなわちQE2の明確な効果が見えてこないままでQE3への移行を打ち出す必要に迫られるようなことがあれば、その時の新興国を取り巻く環境次第では、一段と強い抵抗に遭うのは明らかだ。一方で、国内からもQE2には批判が多い。先の中選挙で下院議事を制した野党共和党、なかでも一大ブームとなった茶会党（ティーパーティー）と称される派によるバーナンキFRB議長への批判は非常に厳しい。バーナンキFRB議長は今年1月に再任されたばかりであり（任期は4年）、当面そのポストが不安定となることはない。しかし、過去に例の無いほど強い批判を展開する向きもあり、政治的な問題として取り上げられる場面が訪れないとは言い切れない。FRB内部でもQE2については様々な意見があることは、これを決めた11月のFOMC議事録からも明らかであり、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

米国の量的緩和政策を積極的に推進しているバーナンキFRB議長の立場は決して盤石とは言えない⁴。

このように、消費者のバランスシート調整が十分に進まないうちに量的緩和政策が打ち切られた場合、FRBは一転して出口戦略に向かう可能性がある。これにより流動性が吸収され始めれば、リスク性資産へ向かう資金も減少し、株価の騰勢は弱まろう。資産効果によって押し上げられていた消費の勢いも衰え、米経済は自律的回復軌道に乗らないまま消費者のバランスシート調整圧力に抗えずに、再び減速基調へ向かう可能性が出てくる。

第二のリスク要因として、欧州の財政問題が挙げられる。沸いては消える感のある欧州の財政問題だが、ギリシャ→アイルランド→ポルトガル→スペイン→ベルギーと、市場の懸念の対象は着実に広がっている。今後、当該国で国債の償還や新規の発行時期が近づくたびに、財政懸念による市場の動揺が繰り返される可能性は大きい。

しかし、問題はそうした“これまで繰り返されてきたこと”にとどまらない。財政赤字がGDPの10%を超えるなど、ユーロ圏内で著しく財政状況が悪化した国は2010年から厳しい財政再建策を導入したが、11年は各ユーロ加盟国が本来遵守義務を負っている財政赤字基準（GDPの3%以内に財政赤字を抑える）を達成すべく、厳しい緊縮財政政策を執ることが決まっている。これにより当該国では内需の減速が避けられないが、それが予想以上に大きくなって税収が見積もりを大きく下回り財政改善の遅れが確実になることとなれば、市場の目は単一通貨ユーロを導入した下での財政再建可能性についてより疑念を深めるばかりでなく、ユーロの制度そのものに対する不信感を強める可能性もある。

実際、厳しい緊縮財政政策を執らざるを得なかったギリシャにおいては、歳出面においては当初の目標をほぼ達成しているものの、歳入面においては景気の失速による税収減により目標を大幅に下回ることが現実となっている。こうした歳入見積もりの下ブレに加えて累積赤字額の下修正もあって、2010年の財政赤字見通しは当初計画（GDP比▲8.1%）を同▲9.4%へ下方修正せざるを得なくなった。財政の改善が遅れば遅れるほど市場の不信の目は強まり、国債利回りの上昇という形で財政改善の足を引っ張る要因となる悪循環が続く。このように、ユーロ各国はユーロ統一基準やEUとしての救済策の抜本的な見直しなどを迫られるような“市場の反乱”に繋がる状況から脱していない以上、市場のリスク要因として押さえておく必要があるだろう。

第三のリスクは、新興各国におけるバブル、及びインフレ高進の可能性だ。新興国や資源国は、FRBのQE2によって生じる過剰流動性が自国に流入、バブルの発生やインフレ率の高進を懸念している。しかし、一方で新興各国や資源国のインフレに対する対応はこれまでのところ十分とは言いがたい。世界の主な国の金融政策を見ると、新興国や資源国の多くが利上げを行っており、中には複数回の利上げを実施している国もある。しかし、実質政策金利⁵をみると大半の国が1%以下に留まっており、マイナス金利に留まっている国も半数にのぼる。この水準では景気に対してブレーキをかける力があるとは言いがたく、むしろまだアクセルを踏んでいる状態にある。したがって、景気の加速によるインフレ圧力の高まりを回避する状態にあるとは言えない。新興各国が実質的には“低金利”の状態にとどまっているのは、世界的に生産活動が減速する局面にあるうえ、主要国の成長率が伸び悩み外需の勢いが衰えているなかで、自国通貨高圧力を高めるような利上げには躊躇わざるを得ない——という背景がある。一方、長期金利についても実質ベースでは低い水準にとどまっている。例えば、インドの実質10年債利回りは▲1.8%とマイナス金利が続いている。ブラジルでは度重なる利上げによって実質政策金利は+5.1%に達している一方で、実質10年債利回りは+6.4%と水準こそ高いものの、1年前の+9.7%からは大幅に低下している⁶。このような実質長期金利の低下は、利上げによる将来的なインフレ懸念の後退や景気減速期待によって生じるイールドカーブのフラットニング圧力というよりは、高利回りを期待した主要国からの投資資金が流入していることによって押し下げられている（債券価格は上昇）側面が大きい

⁴ ボルカーFRB議長（当時）が1987年に再任を選ばず、後継にグリーンズパン氏を指名したのは政治的な圧力によるもので、事実上の解任だったとされている。

⁵ 政策金利から消費者物価上昇率を引いて算出。

⁶ 実質化する前の名目金利水準では、前年比約▲1%の低下。

いと判断される。すなわち、過剰流動性の弊害の現れと捉えることもできる。

いずれにせよ、こうした実質金利水準の低さなどによって、国内での資金需要は過熱している。ブラジルでは、住宅ローン残高の伸びが前年対比+50%増と加速の一途を辿っているほか、インドでも民間部門の信用残高の伸びが加速傾向を辿っている。新興国の多くは外需や生産活動が鈍化している一方で、内需は引き続き好調さを保っており、これが足元での高成長の維持に繋がっている。しかし、このような状態が続けば、景気過熱によってインフレ圧力は一段と高まると見込まれるほか、ブラジルや中国のように資金が不動産市場に傾けば不動産バブルを膨張させる可能性がある。特に、インフレに関しては中央銀行の対応が遅れインフレが加速していくとの見方⁷が強まれば、当該国ではインフレ抑制のために需要を一時的に失速させるほどの利上げを余儀なくされる。当然、債券市場のみならず株式市場からも資金流出が起こるほか、景況感の悪化から直接投資などにも影響を及ぼす。場合によっては、かつてのアジア危機や中南米危機などのように、当該国への融資が焦げ付くなどして主要国の金融機関などを巻き込んだ世界的な金融混乱に繋がる恐れも否定できない。したがって、新興各国の金融政策が過度に緩和的な状態が続くようであれば、後々大きな問題を起こすリスクが高いとして注意すべきだろう。

⁷ いわゆる“ビハインド・ザ・カーブ”の状態に陥る。