

テーマ：どう読む2011年の市場見通し

発表日：2011年1月11日（火）

～欧州財政と新興国インフレが市場見通しの攪乱要因～

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

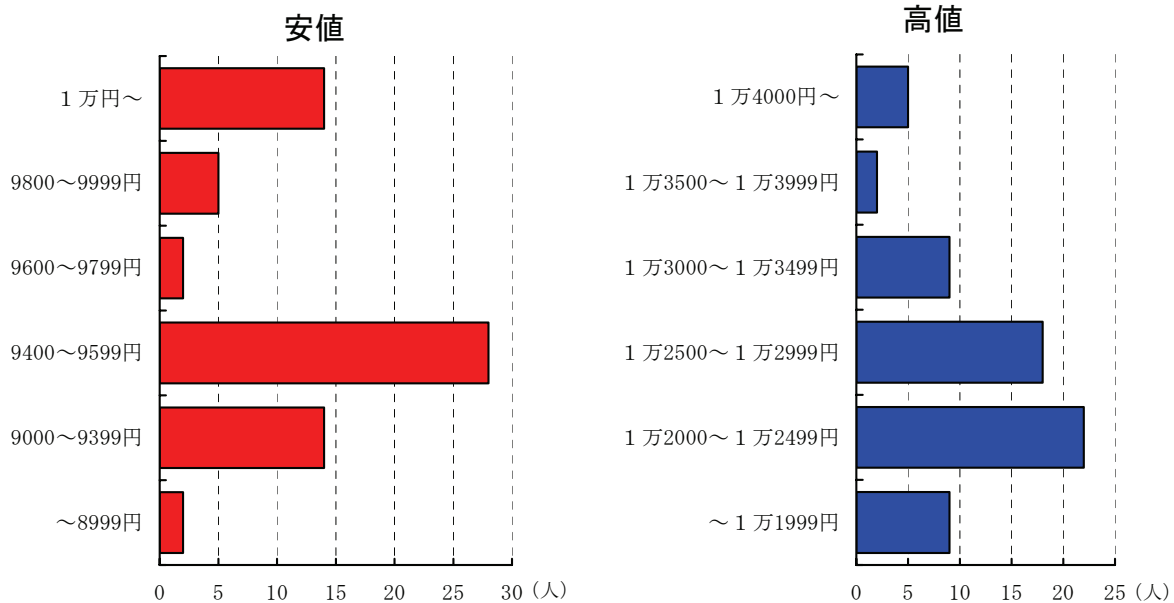
2011年は年末に向けて円安&株高の見方が非常に多い

年明け恒例となった市場関係者のマーケット予想をみると、2011年の株価は年前半はもたつくものの、年後半からは徐々に上昇基調が明確になってくるとの見方がコンセンサスとなっているようだ。各種メディアによって報道されている日経平均株価の予想レンジは、概ね9,000～13,500円のレンジに収まっており、なかでも最も多いのが安値9,500円（1～3月）、高値12,500円（11～12月）となっている。各アンケートは前年12月の中～下旬頃に行われたものであるが、当時の水準（10,300円前後）から安値が▲8%程度ということは、市場関係者は2011年の株価について、一時的なスピード調整のような局面はあるものの、基本的には上昇相場が続くとみていることになる。一方、高値は回答時対比+20%強の上昇をみているが、2011年度の主要企業業績予想が+10～15%程度であること、P E Rは16倍程度と平均的な水準にあることを勘案すれば、業績以上に株価が買われる“プラスα”を想定していることになる。

予想の前提となる経済環境については、「春頃までは欧州財政不安の再燃などもあってもたつくものの、米国経済は徐々に自律的回復軌道に乗り、為替市場ではドル高円安の流れになる」というのが一般的である。そこで、ドル/円相場予想をみると、円の高値は80円（1～3月）、安値はややバラツキがあるが概ね90円程度（10～12月）と、米国経済の回復感が強まるに連れてドルが強含む一方、デフレが続く日本円は減価していくとの見方が多い。このように、2011年末段階で+10%程度の円安を予想しているが、これが業績以上に株価が上昇する“プラスα”であると考えられる。

一方、今年の見通しはバラツキが比較的少ないのが特徴だ。アンケート当時の水準から▲10%以上の下落を見込む慎重な見方はほとんど無く、▲20%程度の下落をみるような“悲観的”な見通しはゼロであった。また、コンセンサスとは逆に年後半に安値を付けるとの予想は全体の1割程度にとどまった。

2011年の日経平均株価予想



(出所) 日経ヴェリタス2011.1.1

2011年見通しは2010年見通しに酷似

実は、市場関係者による今年の株価見通しは、昨年同時期による2010年の株価予想とほぼ等しい。当時の2010年株価見通しで最も多かったのは安値9,000円（1～3月）、高値12,000円（11～12月）となっており、レンジも高安の時期も2011年見通しに極めて近いことがわかる。

実際には、2010年の日経平均株価は4月5日に11,408.17円で高値をつけたあと、ギリシャ危機や円高の進展を背景に軟調に転じ、9月1日に8,796.45円の安値をつけた。年初段階での市場関係者の株価見通しは、レンジこそコンセンサスに近かったと言えるものの、高安の時期は全く外れたことになる。むしろ、株価の流れについては当時少数派であった悲観派の方が的を射ていたと言えよう¹。

2010年の見通しのどのような部分が外れたのかを検証することは、似たような見通しとなった2011年の市場コンセンサスをみる上で重要なポイントとなろう。

そこで、改めて2010年のコンセンサスの前提条件とも言うべき、当時の経済環境の見通しを振り返ると、

- 年初の段階では世界経済が再び減速する“二番底”懸念が残存し、株価は一旦調整する可能性がある。
- しかし、中国など新興国経済が好調さを維持するなか、先進国の雇用環境の悪化に歯止めがかからず、米住宅市場も緩やかに改善し、消費は徐々に明るさを増してくる。
- 年後半には、景気は自律的な回復の力を取り戻しはじめる一方で、米国などでは利上げが視野にはいるため、株価はあくまでも緩やかに上昇する。

となっていた。しかし、現実には特に上記下線部について、米住宅需要は住宅購入促進策打ち切りとともに失速したほか、消費マインドの低迷が続く中で米個人消費は伸び悩み、米景気は自律的な回復軌道には入れなかった。したがって、年末にかけて利上げが視野に入るところか、より大規模な追加量的緩和策が講じられることとなった。実際のところ、8月からFRB議長が言及し始め、11月にFRBが導入したQE2が無ければ、2010年の株式相場は年初の市場コンセンサスを大きく下ぶれていたと見込まれる。このように、市場の見方が明らかに誤りであったことのほかに、市場がほぼ無警戒であった要因も存在した。ギリシャ危機に端を発した欧州財政不安であるが、2010年の株価見通しアンケート回答時にはギリシャの財政問題は表面化しており、市場はこの問題を軽視していたと考えられる。

さて、改めて2011年の市場見通しの前提を確認すると、

- ✓ 春頃までは、欧州財政不安の再燃などもあって、株価は一旦調整する場面もある。
- ✓ ただし、米国経済は雇用回復とともに徐々に自律的な回復軌道に乗り、景気は自律的な回復軌道に向かう。
- ✓ 為替市場では、米景気が明るさを増すとともに米金利の上昇を受け、ドル高円安の流れになる。

となっており、基本的には2010年予想時と同様の経済環境を想定していることが判る。しかし、今年の予想時同様、米国経済が消費主導の自律回復軌道に乗ったことは未だ確認されていないため、市場予想は外れるリスクがある。これに加えて、コンセンサスが想定していないにもかかわらず、足元で不透明要因として挙げられているリスク要因を勘案すると、以下のような状況になると、2011年の株式市場見通しは外れる公算が大きくなると言えよう。

1. 米国経済は引き続き自律的な回復軌道に乗らない。
2. 欧州財政問題が再び市場を大きく混乱させる。
3. 新興国のインフレ危機が表面化する。

¹ 2010年の市場コンセンサスについては「Market Watching どう読む2010年の市場見通し」（2010/1/4）を御参照。

上記“市場予想が外れる”リスク要素について、2と3の問題については、すでに市場を揺さぶっているものの、これを“メインシナリオ”として織り込んだ予想が見られない以上、市場は「どうなるか分からないもの」、あるいは「終息するもの」として片付けていると見なされる。しかし、たとえばサブプライムローン問題が市場を揺るがし始めた2008年より前に、米国で住宅市場が悪化し始めた頃からMBSなどに絡んだ金融市場の混乱を指摘する向きはあった。欧州の財政問題と新興国のインフレについてもリスク要因として挙げる向きは存在する。したがって、こうした問題が「避けられない問題」で「当局の対応も後手に回る」確度が高まるようであれば、市場関係者の見通しも大きく修正され始める可能性がある。

実際にこれらの問題が市場に影響を及ぼすとしたら、どのような形となるのか。2の欧州問題について考えられるケースは、救済対象国がより規模の大きいスペインに波及したり、ベルギーやイタリアなど財政状況は悪いもののこれまで国債発行などに支障を来してはいない国にまで波及するなど、既存問題が更に拮がりを見せる場合と、ユーロという形態そのものに対する市場の不安が高まる場合などが考えられる。いずれもドイツなど中核国を含めた欧州各国の債券市場で大きな売り圧力になることが見込まれる一方、ユーロの予想以上の減価、当該地域内金融機関の不良債権の拡大に伴う株式市場の混乱などが想定される。時期的には、国債償還・発行が多く、格下げも重なっている1～3月期と、2011年度の財政赤字削減度合いが見えてくる秋以降に市場が予想以上に混乱するリスクがある。

一方、3の新興国のインフレ懸念については、すでにインドネシア市場を揺さぶりつつあるが、基本的にはインフレとこれに対処する金融政策の動向の見極めが必要になるので、年末にかけて表面化するリスクは徐々に高まっていく問題だ。インドネシアでは、金融引き締めが遅れによるインフレ加速懸念から株安・通貨安に見舞われた。市場が一旦インフレ加速は避けられないとの烙印を押せば、当該国では資金流出が強まり、債券市場を含めたトリプル安に陥るリスクが高まる。さらに、新興国の多くで未だ実質金利が極めて低い現状からすれば、市場は次のターゲットとなる国をあぶり出し、似たような環境にある国からの資金流出が相次ぐ可能性もある。インフレを沈静化するために必要以上の利上げが行われれば当該国の景気も悪化するため、当該国への信用（エクスポージャー）が低下、他国の金融機関の不良債権問題に発展する可能性がある。

上記2・3いずれの場合も、市場が予想していなかったリスクに直面し、それがグローバルな資金の急変動を伴うため、投資家の信用リスクは極端に低下し、当該国以外の主要国では株安・債券高（金利低下）という流れが強まる。為替市場では、低金利通貨（米ドル、日本円、スイスフランなど）が増値し、高金利通貨には減価圧力が高まろう。同時に、低金利通貨間では最も金利の低い日本円や、欧州での資金の受け皿となりやすいスイスフランが相対的に強まると考えられる。

なお、1の米国経済については、たとえ市場の楽観的な見方が外れることになっても、昨年同様に当局が適切な対応を採れば、市場には大きな影響を及ぼさない可能性がある。そのカギとなるのがFRBによる量的緩和政策の動向だ。筆者は、米国経済は家計のバランスシート調整という構造的、且つ解決に時間のかかる問題を抱えており、自律的回復には至っていないと判断している。しかし、FRBはQE2の期限が切れる6月末以降も量的緩和政策を新たな形で継続するとの前提に立ち、年末に向けて市場のリスク許容度が更に高まるような姿を想定した。引き続き米国経済の動向は市場の最大関心事であるが、政策対応が十分であれば、2011年に関しては市場を揺さぶる大きな問題にはならないと考えられる。同時に、上記2や3の問題が表面化して市場を混乱させるリスクに対し、巨額の流動性供給は市場のリスク許容度の低下圧力を軽減させる効果を持つ。それがどの程度のものになるかは、欧州問題、新興国問題ともどこまで問題が拮がるのか、すなわち当該国の政策対応のスピード如何にかかってこよう。

このように、市場のコンセンサスは（筆者含め）楽観的な市場見通しとなっているが、それが現実に近いものとなるか否かは、昨年同様にリスク要因次第である。ただし、昨年とは異なるのは、世界経済への影響度が最も大きい米国経済そのものよりも、欧州や新興国のリスクの方が市場にとって混乱要因となりえそうだ。米国の比べ欧州や新興国の方が政策に対する不安感は否めないが、これを緩和する要因ともなりうる米金融政策と合わせ、2011年も各国の経済・金融政策が市場の動向を左右しよう。