

テーマ：金融緩和期待で綱渡り続くマーケット

発表日：2011年8月31日（水）

～追加緩和実行で安定感出るも、劇的改善は期待薄～

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

主要国景況感はピークアウト鮮明化

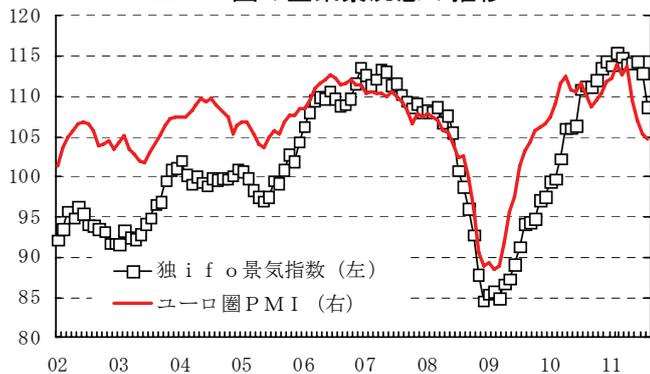
8月のユーロ圏の景況指標は、ここへきて同地域経済が明らかに減速し始めたことを示唆する結果となった。ユーロ圏製造業PMIは49.7ポイントと、判断基準の分かれ目となる50を割り込み、09年9月来の水準に低下した。好調さを保っており、ECB利上げの背景ともなっていたドイツについても、ifo景況感指数のピークアウトが鮮明となっており、変調は明らかだ。

米国では8月の消費者信頼感指数が前月差▲14.7ポイント急落し、08年後半から09年前半にかけてリーマン・ショックによって景気が失速した時期以来の水準をつけた。欧州や自国の財政問題や格下げなどを主因にマーケットが混乱したことなどが影響したと考えられるが、景気の牽引車である個人消費の脆弱さが改めて浮き彫りとなった格好だ。8月分のISM製造業景況指数は未発表だが（9月1日発表）、事前に発表されている各地域の景況指数が急激に下ぶれていることから、企業の景況感も大幅に悪化しているとみられる。特に、景気に対する先行性が高い新規受注判断DIが各地域で悪化していることも、景気の先行きに対する懸念を強めている。

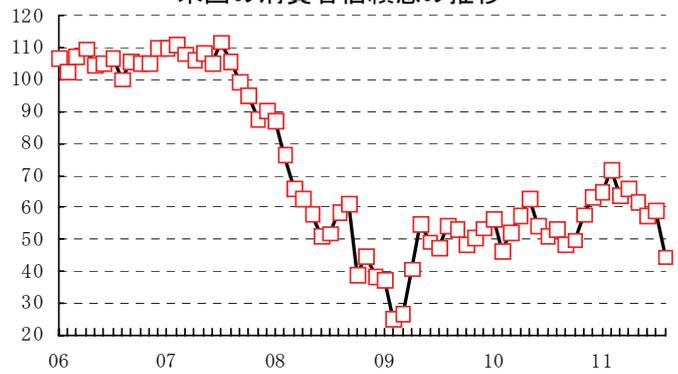
一方、震災からの復興によって世界経済とはやや異なる位相にあった日本経済ではあるが、7月分の鉱工業生産指数は前月発表時の予測指数を下ぶれ、先行きについても9月については前月比▲2.4%と低下が見込まれているなど、サプライチェーン復活による生産拡大局面も息切れが近づきつつあることを示唆している。

新興国経済については、4～6月期のGDP成長率を見る限り引き続き高い成長を維持しているものの、インフレ圧力の高まりを背景にしてきた利上げなどの影響もあって成長モメンタムは失われつつあるようだ。

ユーロ圏の企業景況感の推移



米国の消費者信頼感の推移



金融政策に対する期待が株価の支え

株式市場においては、こうした景気拡大モメンタムの鈍化を見事に反映していると言えよう。年初来のパフォーマンスについては、二ケタ以上の上昇率を記録している国はほとんど無く、逆に二ケタ以上の下落をしている国が目立っている¹。ただし、景気減速を示唆する指標が相次いでいるここ1～2週間ほどに限っては、

¹ Bloombergによる。主要92株価指数のうち、年初来で二ケタ以上の上昇を記録しているのは、ベネズエラIBC指数、モンゴルトップ20指数など4指数にとどまるのに対し、二ケタ以上の下落を記録しているのは56指数にのぼる（本稿執筆時点）。

世界の株式市場は比較的底堅い推移を維持している。背景には、①欧州や米国の財政問題などを背景に株式市場は極めて不安定な動きを記録したこともあり、こうした材料が安定したことにより投資家のリスク許容度が持ち直し、株式市場に資金がやや戻ったと考えられること、②F R Bが景気浮揚のための追加的な措置を講じるとの期待が強まっていること——などが挙げられる。

なかでも、②のF R Bの追加緩和に対する期待は非常に高いものと見なすことができる。F R Bは8月9日に開催されたF O M Cにおいて、2013年半ばまでは現行の政策を維持すると、異例とも言える時期を明確にした時間軸効果を謳ったことに加え、8月26日におけるバーナンキ議長の講演会では9月20日に予定されている次回F O M Cを、20・21日の二日間に変更して十分に議論することを明らかにし、追加の緩和措置が講じられる期待を高めることに成功した。

一方、E C Bのトリシェ総裁も30日に行われた議会証言において、“上ぶれリスクが高い”としていた物価のリスク判断を改める可能性を示唆、利上げモードから様子見モードへ変わるとの期待を市場にもたらすことに成功した。背景には、景気減速懸念などを受けて原油など国際商品市況の騰勢が一服していることが挙げられる。実際、ドイツの8月消費者物価上昇率は前年同月比+2.3%と、前月から上昇率が▲0.1ポイント縮小している。

日本では、金融緩和が景気を押し上げる効果自体に期待する向きは少ないものの、日銀はE T Fなどリスク性資産の買入を行っていることから、円高圧力回避のための追加緩和によってこれらリスク性資産に更に資金が振り向けられるとの期待もある。

先進各国では財政状況の悪化が目立っており、欧州の一部財政悪化国だけでなく、米国では初の格下げ、日本でも追加格下げが実施されるなど、景気悪化阻止のために機動的に財政面からの景気浮揚策が打ち出しにくい状況にある。このため、金融緩和が唯一景気を支える任を担う状況にあるが、各国中央銀行はこれまでのところ、そうした市場の期待を潰さないようにすることに成功しているようだ。見方を変えれば、市場は主要国の中央銀行の“言葉”によって何とか支えられている状況であり、綱渡りをしているに過ぎないとも言える。したがって、“言葉”が“実行”へと移されなければ、あるいは内容のある“行動”へと移らなければ、市場の期待は萎み、再び不安定な動きを強めるリスクがあるということになる。

09～10年のような大胆な政策は打ち出せない

市場の雰囲気を一変させるためには、財政出動や大胆な量的緩和政策が求められるところではあるが、格下げリスクが現実のものとなっている以上財政出動は債券市場の急変に繋がるリスクがある。一方、金利の下げ余地がないなかで流動性供給を増やせば、インフレ期待を煽るリスクが高い。とはいえ、米国経済低迷の本質は家計のバランスシート調整にあり、金利水準を引き下げることによって資金需要を刺激する効果は限定的だ。欧州では多くの国が緊縮財政政策を執っており、これを撤回できない以上、利下げによる需要刺激効果も小さい。利下げによってユーロ安が進展すれば、ドイツなど一部の輸出競争力の高い国では外需牽引による景気刺激効果が期待されるものの、それも海外景気の動向次第だ。リーマンショック後の09～10年については、新興国経済が急加速したことが先進国の外需を刺激するという景気押し上げ効果があったが、利上げを続けてきた新興国経済にさらに先進国の景気を支える効果があるかどうかと言えば、限定的なものにとどまると見なさざるを得ない。

したがって、日米欧などで適切な金融政策が実施されたとしても、それが景況感の劇的な回復や市場環境の大きな変化をもたらすとは考えにくい。米国では、追加の流動性供給策以外に効果的な景気浮揚策は見当たらないと判断されるが、たとえQ E 3が実施されたとしても規模が小さければ株価を押し上げる力も少なくなる。欧州では、利上げの撤回によってどこまでユーロ安をもたらすことができるかが一つの焦点となるが、前述したような海外経済状況では、大きな効果は望みにくい。外需主導の日本経済については、欧米や新興国の状況を勘案すれば、推して知るべしだろう。加えて、米国の緩和政策長期化、欧州の利上げ撤回によって円高局面が定着するという“負の効果”を量らなければならない。

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。

年度末にかけての各マーケット

市場は、先進各国の景気が過去のように簡単に持ち直すものではないことを本質的に理解する時期に差し掛かったと言える。すなわち、財政政策に頼れず、限界的な効果の限られる低金利政策を長期化させる以外に、今のところ手段が見つからないということだ。過剰流動性が商品市況を押し上げないことを前提とすれば、金利は限定的ながら低下余地、あるいは安定水準を探る展開の長期化が予想される。一方、株価は基本的には循環的な景気の動きに大きく左右されるが、年度内に絞れば景気の下げ止まりを見極める程度にとどまって、大幅な上昇は見込み難い。先進国経済の自立的な回復に対する期待が徐々に小さくなるなかでは、あぶれた資金の行き場は金などの一部の商品に偏りやすくなるだろう。

各国のバランスを示す為替相場については、利上げ期待から据え置き期待へ転じ、場合によっては利下げ期待が一部で浮上する可能性もあるユーロの下げ余地が相対的に大きい一方で、市場の不安感が取り敢えずは払拭するような金融緩和政策が打ち出されたのち、市場に多少の安心感が生まれてリスク許容度が多少なりとも回復すれば、円高には歯止めがかかりやすくなる。ただし、例えば日米の金利差はほとんど無く、インフレ率を差し引いた実質ベースでは逆転しているような状況では、円安余地は極めて小さいと考えられる。