

テーマ：2012年の市場見通し①市場環境と楽観シナリオ
～多くの政策課題クリアが楽観シナリオの条件～

発表日：2011年11月30日（水）

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

政策・政治がキーワード

2012年の市場環境は、今年に続き欧州の財政問題を中心にした不安定な展開で幕を開けると予想される。欧州では、景気の減速感が一段と強まっていると予想され、財政改善が遅れるリスクが高い。同時に、財政改善のための一段の緊縮財政政策や、財政悪化国に対する救済措置は、ユーロ加盟各国世論の反発を強める恐れがあり、場合によっては政情不安が再燃する恐れもある。足元では、状況改善のためのアプローチについても、加盟国間の足並みが揃っていない。これまでの経緯を勘案すれば、市場環境が悪化し緊迫の度が強まるまで新たな展開へ向けて打開策が講じられる期待も小さい。積極的な金融緩和など、より抜本的な対策が遅れば遅れるほど、財政不安は多くの国、金融機関に波及する恐れもあり予断を許さない。マーケットは総じて、リスクに過敏な環境が続くものと予想される。

状況改善には域内景気の立て直しが必要だが、後述するように海外経済にその牽引を期待することは難しく、財政政策面から景気浮揚策が打てない以上、金融政策による積極的な景気刺激策が求められる。そのような政策が打ち出されない限り、2012年のマーケットは厳しい環境が続くと言わざるを得ない。

一方、景気が不安定な中で政策対応力が問われているのは米国も同じだ。米国経済は、潜在成長率とされる2%半ば程度の成長で伸び悩んでいる。背景には、家計のバランスシート調整が遅れているために、米国経済の牽引車であるべき個人消費が伸び悩んでいることが挙げられる。バランスシートが悪化しているために、歴史的な低金利にもかかわらず資金需要が刺激されない。この結果、住宅需要が盛り上がり、バランスシート悪化の主因である住宅価格の低迷に繋がり、結果バランスシートの改善が遅れるという“澱み”に陥っている。

しかし、財政状況の悪化もあり、財政面からの需要刺激策も打ち出しにくい。2012年は大統領選挙が実施されるが、オバマ大統領の支持率が低迷する中、与野党双方はそれぞれの支持基盤を固める必要性もあって政策面で歩み寄る余地が少なくなっている。加えて、上下院の“ねじれ”現象もあり、有効な政策が打てない状態に陥っている。置かれている状況はユーロ圏とは異なるものの、景気浮揚のためには中央銀行に頼らざるを得ないという点では、ユーロと同様に積極的な金融緩和策が求められている。

ところが、米国では極端に金利感応度が低下していることから、単なる金利低下策では効果は限られると考えられる。状況打開のためには、QE2のような資産価格を押し上げて、家計のバランスシート改善に直接的に働きかけるような政策が望まれる。しかし、QE2の時の失敗、すなわち過剰流動性が資源価格を押し上げ、世界的なインフレに繋がるような事態を招くことを避ける必要があり、反対論も多い。FRBがこうした懸念を払拭して、期待インフレ率を高めないような方法で追加の緩和政策ができるかどうか、米国経済浮揚のカギを握ることとなる。

新興国では、先進各国の景気の減速を通じた輸出の鈍化と、これまで行ってきた利上げの累積的な影響という景気減速圧力を、政策対応でどう凌いでいくかがカギを握る。多くの国では、インフレ率が鈍化傾向に転じ始めていることから利下げ余地が生じているうえ、先進国ほどには財政赤字も大きくないため、財政出動を伴う景気対策を打ち出すことも可能だ。このため、景気が失速するような事態は避けうるものと考えられる。もっとも、例えば欧州で財政破綻国が出るなど、極端に金融環境が悪化するような場合には、リーマンショック時と同様に新興国の実体経済にも深刻な影響が及ぶ可能性は否定できない。環境が劇的に悪化するリスクがある中では、投資家のリスク許容度も低下するため、総じて新興国への投資は回避される傾向もある。2012年の市場環境はリスク材料に過敏な平常時とは違ったものになると見込まれるが故に、新興国のファンダメンタルズも“万全”とまでは言い切れない。

2012年の特徴として、有力国のトップが入れ替わる公算が大きいことが挙げられる。すでに、中国では習近平国家副主席、ロシアではプーチン首相がそれぞれトップの座に着くことが事実上内定しているため、それまでに政治・政策の空白が景気に悪影響を及ぼすリスクはない。また、中国については共産党の国家戦略自体に短期的に劇的な変化は見込み難い一方、ロシアについてもプーチン氏は返り咲きとなることから、政策方針のイメージはつきやすい。これに対して一般的な選挙を行う国については、一定の政策変更リスクを織り込まざるを得ない。米国の他、フランスや韓国で大統領選挙が実施されるが、景気の芳しくない中でいずれも現職は不利な戦いを強いられよう。求心力が落ちれば政策遂行能力も衰えることから、これらの国では不安定な経済・市場環境のなかでは特に重要となる政策対応面でリスクを抱えることも考えられる。ちなみに、フランスの大統領選挙は5月に実施されるのに対し、米国は11月、韓国は12月と年後半となる。特に米国では2012年の大半において政策不在という事態に陥るリスクがあることは要注意だ。

以上のように、2012年のマーケットを取り巻く環境は、総じて景気拡大のモメンタムに疑問符が付く中で、政策対応が大きく左右する“読みにくい”ものとなり、市場予想にはいくつかの前提条件を置く必要がある。

楽観シナリオ

主要国においては政策対応余地が限られるため、楽観的な見通しには様々なハードルをクリアする必要がある。政策対応としては、①欧州は少なくとも無秩序な財政破綻を回避、E C Bは適切に金融緩和を進めていくほか、財政悪化国を中心に国債の買い取りを今以上に積極的に行う。また、イタリアやスペインについては財政赤字の削減傾向を保ち、E C Bによる国債買い取りも相まって国債発行による自力での資金調達を維持する一方、E F S Fなどの融資可能枠を相当程度引き上げて万一のための備えも拡充する、②米国は1～3月期中にもM B Sの買入などを通じた新たな量的緩和政策、Q E 3を導入する。ただし、資金供給ツールはどうであれ、少なくとも商品市況を押し上げるような完全にフリーとなる資金供給は行わず、専ら株価や不動産などの資産価格を押し上げて家計のバランスシート改善を加速させるという狙いを打ち出す、③同時に、米国は現状の税制(減税)を延長する——ことが楽観シナリオの前提条件となる。

このシナリオでは、まず世界的に金利は景気実態対比低めに維持されることとなろう。主要国では特に利下げ余地が残されているユーロ圏において、債券利回りの一層の低下が見込まれる。一方、ユーロ圏内の財政悪化国では、突然の破綻リスクがある程度抑えられることから金利の低下が見込まれるものの、ギリシャやポルトガルなど国債を発行して自力で市場から資金調達を行えない状況に陥っている国では、相応のリスクプレミアムは付加される格好が続き、10年債利回りは自力資金調達の目処とされる7%を超える水準での推移は余儀なくされよう。一方、米国でもF R Bが時間軸効果、ツイストオペに加えて量的緩和政策を打ち出すため、景況感が改善して株価が上昇基調に転じて金利の上昇はある程度抑制され、比較的低い水準を維持しよう。このような主要国の財政リスクが取り敢えずは遠のいたと見なされる環境では、日本の財政リスクに対しても一旦市場の関心は薄らぎ、日本の金利水準は世界最低レベルを保つと考えられる。一方、新興国においては実質政策金利で小幅のマイナス圏を目標とするような利下げの本格化が見込まれるが、後述するように年後半には景況感の持ち直し等から、利下げの動きは鈍ってこよう。

主要国を中心に、実施されるべき政策がほぼ出揃う本シナリオでは、投資家のリスク許容度も持ち直してることが予想され、株などのリスク性資産価格の上昇が期待される。こうしたリスク許容度の回復は、たとえばE C Bがインフレに対するリスク評価を後退させるなどすれば、より積極的な金融緩和期待が高まり、ひいては欧州の財政改善にも寄与するとの期待が高まることなどによって醸成されよう。ただし、リスク性資産への資金移動が本格化するためには、実際に景気を押し上げるような強いインパクトを持つ政策対応が必要となるはずで、その条件に適うのはF R BによるQ E 3であろう。量的緩和政策で重要なことは、なにがしかの損失の穴埋めのために流動性を供給するのではなく、あくまでも供給した資金がリスク許容度を付加する形で何らかの資産対象に流れていくことである。前述したような家計のバランスシート問題を勘案すれば、F R Bが供給する流動性は主に株式や不動産市場に流れる必要がある。ただし、住宅需要の盛り上がりには相当程度の時間を要すると考えられることから、資産価格を無理なく効率的に押し上げられる対象は、もっぱら株式とい

うことになる。F R Bの量的緩和政策が株価に与えた効果についてはQ E 2で証明済みだ。同時に、金利感応度が低下している米国経済ではあるが、資産価格の上昇が需要を押し上げる資産感応度（資産効果）は十分機能していることも、Q E 2導入時に明らかとなっている。Q E 3の導入は、株式市場に過剰流動性が流れることによって株価を押し上げるだけでなく、資産効果によって消費を活性化することを通じて経済成長率を押し上げ、企業業績にプラスの効果を及ぼすという点からも株価の押し上げ効果が期待される。

このように、Q E 3導入を前提とする楽観シナリオでは、Q E 3導入が見込まれる段階に入ると同時に世界的に株価は上昇力を強めていこう。ただし、Q E 2時の副作用とも言えた商品市況の押し上げとそれに伴う世界的なインフレ圧力の増大は絶対に避けなければならない。そのためには、たとえば商品取引に強い規制をかけるなどの“工夫”が必要となるが、そうした条件を整えた上でQ E 3が実施されれば、インフレ期待の高まりによる金利の上昇（債券安）も抑えられ、株価を押し上げる効果もより大きなものになると期待される。

為替市場においては、年前半を中心に世界的な金利低下傾向が強まる中で、金利低下余地の大きな国ほど通貨価値の減価が見込まれる。その筆頭に上がるのが、今年半ばにかけて利上げを繰り返してきた新興国・資源国通貨ということになる。ただし、同じ高金利通貨間でも下落余地には多少の格差がある。インフレ圧力の高まりが比較的早い段階から減衰し、利上げを早期に撤回、債券利回りなども早めに低下していた国では、相対的に今後の通貨の下落余地は小さい。一方、インフレ圧力が残存し、利下げのタイミングが遅れる国では、先行きの金利低下余地がより大きいということで、通貨価値も下落しやすい。代表的な新興国通貨で見ると、例えば直近でも利上げを実施したインドルピーについては、景気にマイナスの影響がより強くかかっているうえ、インド中銀が10月に実施した利上げで一旦打ち止めと表明したこともあって、相対的に減価余地の大きい通貨と言えよう。逆に、リーマンショック後最も早く利上げを実施したこともありインフレ圧力が相対的に早く減衰し、8月の段階で市場が予想していた利上げを実施しなかった豪ドルについては、夏場以降一時的に大きく減価したこともあって、先行きの減価余地はそれほど大きくないと考えられる。なお、楽観シナリオでは主要国が最低限望まれる政策対応を実施するとの前提をおいており、株価の上昇などを背景に徐々に景況感も改善していくと見込んでいる。そのような環境下では、新興国経済はいち早く持ち直す可能性がある。過剰流動性が商品市況を押し上げないことを前提とはしているものの、景況感の改善に伴う需給の回復期待が商品価格を押し上げる余地はある。したがって、年後半には利下げを中断する国も出てこよう。こうした国では、利下げの停止とともに通貨価値が再び増価し始める可能性が高い。

一方、円、ドル、ユーロの主要3通貨については、唯一利下げ余地が残されているユーロの減価余地が大きい。今後、E C Bが利下げを続けていく中で、ユーロは徐々にドルや円に対して下落していくものと見込まれる。ただし、楽観シナリオでは欧州財政問題の悪化に取り敢えずは歯止めがかかることを前提としているため、同混乱から生じるユーロ退避的な動きにも歯止めがかかると考えられる。これはユーロの上昇要因となる。したがって、通貨ユーロの価値自体は利下げ傾向が強い年前半は減価リスクが大きいものの、財政問題から生じる混乱に一旦歯止めがかかったと認識される局面に移行すれば、ユーロ安にも歯止めがかかろう。次に、ドルについてはQ E 3などの政策は基本的にドル安要因ではあるものの、年前半は利下げを繰り返すと見られるユーロや新興国通貨に対してはドル高が進展しやすい。また、株価の上昇などによって景況感の改善も見込まれる年後半は、ドルキャリー的な動きでドルは相対的な高金利通貨に対して再び減価しやすい一方、利上げへの移行は当面考えにくい主要国通貨間ではほぼ横ばい圏での推移が続くこととなろう。日本円からみれば、対ユーロで年前半に円高余地があるものの、その後はほぼ横ばい圏での推移が続こう。対ドルでは総じて現行のレンジ内での推移が見込まれるが、年後半は徐々に景況感が改善していくため、年末にかけては少しずつ円安の進展が予想される。

以上のように、必要な政策が主に米欧で執り行われることにより、足元での不透明感はある程度払拭、市場ではリスク許容度の回復が期待されるというのが楽観シナリオだ。無論、こうした前提条件がかなわなければ、相場展開は異なった動きを見せよう。それらのシナリオについては、次のレポートで述べる。