

テーマ：マーケットを左右する過剰流動性期待

発表日：2012年2月29日（水）

～過剰流動性の副作用が新たなリスク要因に～

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

株価上昇は広範に

世界の主要株価指数の年初来の騰落状況を見ると、新興国を中心に大半の国で株価は上昇している。新興国や資源国の多くで株価の上昇率は二ケタに達しているほか、主要国でも日経平均が+13.9%、独DAXが+16.1%と高い伸びを記録した。一方、米国はNYダウが+6.3%、S P 500が+8.7%となっており、相対的に見るとパフォーマンスは冴えなかったと言える。

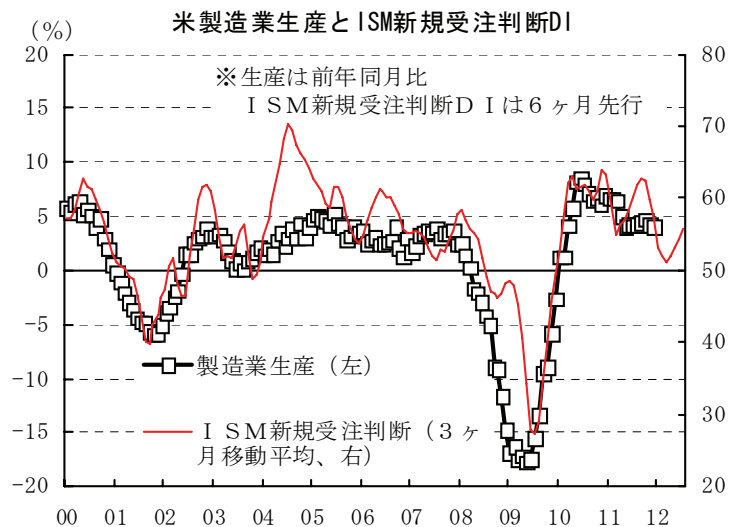
ただし、2011年の年間騰落を見ると、財政混乱に揺れた欧州や震災に見舞われた日本はもとより、主要新興国の多くでも株価は二ケタの下落を記録している。新興国や資源国の多くがインフレ率の上昇に直面し、年半ばまでは利上げを繰り返して景気にブレーキをかけていたことが下落の背景にあったと考えられる。こうしたなかで、NYダウは+5.5%となるなど、米国株は数少ない“上昇組”であった。もっとも昨年の米国株は、QE 2に支えられた年初こそ上昇基調を強めたものの、QE 2打ち切りを宣言した4月のFOMC以降は調整に転じている。最終的には秋にFRBが再び“時間軸効果”を打ち出したり、“ツイストオペ”を導入するなどの新たな緩和手段を執ったことで盛り返し、どうにか前年末水準を上回ったというところだった。

今年に入ってからのパフォーマンスにおいて米国以外の国が相対的に好調な背景には、米国においては景気対策という点では昨年来特段変わってはいないのに対し、インフレ率上昇が鈍化に転じたこともあって新興国や資源国の多くは金融緩和に転じていることで、買い戻しの勢いが強くなっていると考えられる。また、日本では円高に歯止めがかかったこと、欧州主要国では財政問題に関する金融市場の混乱が取り敢えず収まっていることが好感され上昇に繋がっているものと判断される。

一方で、ファンダメンタルズの現況は決して芳しいとは言えない。景気の一致指標である生産活動の鈍化傾向は続いており、世界的に景気の減速基調が続いていることを示している。生産活動の先行指標となる米ISM新規受注判断DIはこのところ上昇に転じているものの、生産の鈍化基調に先行き歯止めがかかり、再び持ち直しに転じる兆候と見るには、ISMの上昇の勢いは鈍い。

そもそも、世界的に最終需要の持ち直しに未だあまり期待できない点に不安が残る。米国の場合、引き続き実質可処分所得の伸びがマイナス（前年対比）で推移しているうえ、バランスシート調整圧力が未だ強いと見られ、資金需要も回復基調に転じているとは言い難い。欧州では消費の失速が景気悪化の主因であるが、それをもたらしているのは緊縮財政であり、現状抱えている問題からすれば、当面は緊縮財政を強めこそすれ、弱めるとの選択肢はあり得ないだろう。一方、新興国では相対的に需要の伸びは高いが、昨年来の利上げの影響もあってモメンタムは弱い。

株価は景気の先行きを織り込んで動く。足元で景気の減速基調が続いていたとしても、景気対策が打ち出されればやがて景気は持ち直すとして、先行して上昇していく。しかし、需要規模の大きい主要国では財政面からの景気テコ入れにはほとんど期待できず、期待できるのは専ら金融政策面からの景気テコ入れとなるが、す

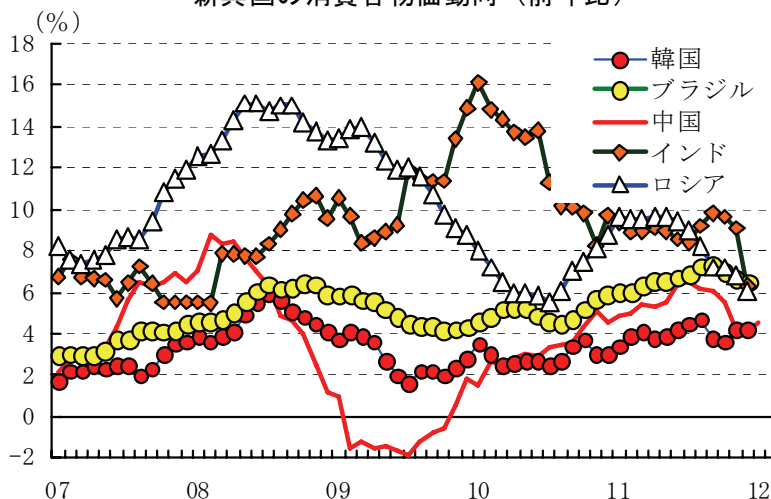


で歴史的な低水準にまで金利が低下していることから、今後の対応余地は流動性供給という量的緩和政策に頼らざるを得ない。日銀は、市場が予想していないタイミングで量的緩和の拡大を行ったことが市場で好感され、円安と日本株の上昇に繋がった。米国は、“いざとなればQE3”とFRB議長らが仄めかすことで、市場の期待形成に大きく貢献している。欧州でも非ユーロ圏は利下げ、あるいは英国のように量的緩和の拡大を積極的に行って、景況感の立て直しを図っている。これに対しECBの対応は遅れているが、無制限の3年物オペによる資金供給で、少なくとも金融市場の動揺を抑えることには（今のところ）成功している。主要国の株価は、こうした主要国中銀による過剰流動性期待に支えられて堅調に推移していると言える。したがって、今後例えば米国などで市場予想を下回る経済指標の発表が目立ったとしても、株価は一旦のスピード調整に見舞われる可能性はあるものの、FRBによるQE3期待が支えとなって大幅に調整するようなリスクは小さいと考えられる。

一方、新興国ではこれまでの利上げによって金利水準が高いため、景気の減速に対応する形での金融緩和余地も大きい。すでに多くの国が利下げに転じているが、これまで政策金利の引き下げを行っていない中国やインドでも、政策金利の引き下げが必要であると判断すれば、インフレ率が鈍化してきていることもあり、これを躊躇うような状況にはない。こうした新興国の利下げ、ないしは利下げ期待が年初来の新興国株価の好パフォーマンスに繋がっている。

このように、新興国と主要国とでは金利と量という相違はあれ、金融緩和（の積極化）による景気持ち直し、運用環境の改善期待が、世界の株価の押し上げ要因である。

新興国の消費者物価動向（前年比）

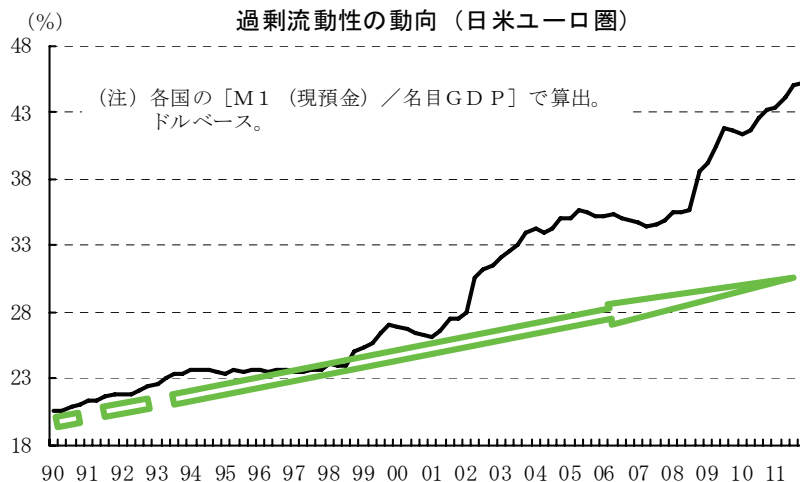


再び頭をもたげてきた商品市況

日米欧の主要国経済の減速が、一般的な循環的な要因によるところだけではないと考えられること、財政状況が厳しく財政面からの景気テコ入れが困難なことを勘案すれば、景気を支えるための金融緩和もより大胆なものとならざるを得ない。日米ユーロ圏で見た過剰流動性¹はすでに過去最大規模でなお上昇基調にあるが、今後米欧で量的緩和政策などへ移行していけば、流動性の供給ペースは更に加速していくことになる。

こうした“超カネ余り”状態は、リスク性資産価格の押し上げなどを通じて景気にプラスの効果をもたらすことが期待される一方で、負の面としてインフレリスクを高めるという副作用も生じる。すなわち、超金融緩和期待が株価を押し上げていると同時に、期待インフレ率の上昇に繋がるほか、商品市場に流入して実際にインフレ圧力を高める恐れがある。

過剰流動性の動向（日米ユーロ圏）



¹ 日米ユーロ圏のM1と名目GDP（それぞれドルベースで換算）の比率で算出

そこで、まず足元の商品市況の状況を見ると、原油や金のほか、穀物から非鉄金属までの主要国際商品を網羅しているCRB商品指数の水準は足元で325ポイント程度と、昨年につけたピークの370ポイントに比べれば未だ低い水準にとどまってはいるものの、昨年末以降はじり高基調を辿っている。こうした商品市況の上昇は、人口が多く資源需要も大きい新興各国が金融緩和に転じたことで、景気回復期待を早くも織り込み始めている側面がある。特に足元では、所謂テクニカル分析上の“チャートの節目”を切り上がり始めており、相場観的にも上昇期待が強まり始めていると言える。



一方、需要の裾野の広い原油については、WT I で110ドル近辺にまで上昇、昨年高値の114ドルと肩を並べつつあるほか、中東産のドバイ原油は足元で120ドルを超え、08年につけた過去最高値である141ドル以来の水準にまで上昇している。中東産原油の上昇が著しい背景には、イランの核問題を巡る緊張があり、主要国を中心に同国産原油の禁輸、ないしは輸入の極端な抑制を背景に、需給の逼迫懸念が高い。一方で、サウジアラビアなどはこれまでのところ原油増産の姿勢をみせていないために、上昇余地を探る展開となっている。CRB指数と同様に、テクニカル分析ではチャートの節目を切り上がっており、上昇期待は一段と強まる様相を帯びている。イラン問題については、イスラエルがイランの核兵器保有リスクを極端に警戒しており、空爆などによる破壊も辞さない構えにいると考えられるため、先般行われたイランへの核査察が十分に行えなかったことから、今後は軍事衝突に向けてカウントダウンが始まったと見なす向きもあり、原油価格を予想外の水準まで押し上げるリスクを内包している。



足元では、こうした商品市況の動きは、特に原油以外の商品価格の水準がそれほど高くないために、株式市場ではそれほど強く意識されてはいないものの、期待インフレ率はジワリと上昇している。米インフレ連動債と国債との利回り格差で求めた期待インフレ率を見ると、FRBが金利の一層の低下を促すツイストオペの導入を決めた9月をボトムに上昇基調に転じ始め、足元では2.3%程度と資源高を背景に世界的にインフレリスクに直面していた昨年7月来水準にまで上昇している。現状では、世界的に需要が停滞しており、景気は減速方向にあるためインフレが急伸するような切迫した状態にはないと考えられるものの、景気テコ入れや市場安定化のために一層の金融緩和が求められるような事態となれば、そこから生じる更なる過剰流動性は、期待インフレ率と商品価格のスパイラル的な押し上げに繋がりうる。

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。

足元で、筆者が想定しているマーケット環境は以下の通りである。

- ① 世界経済、特に欧米経済は極めて不安定な状態にある。ただし、米国では需要が下ぶれるリスクが高いと見なされる場合には、FRBはQE3を辞さないと考えられる。一方で、いくつかの国を中心に景気が失速状況に陥り始めているユーロ圏では、より強く景気を支えるような金融緩和措置無しにはスムーズな財政改善は見込み難いと判断される。
- ② ECBが積極的な緩和策に躊躇して後手に回るリスクもあり、再び市場が不安定な動きを強めるリスクが高いものの、その場合にはFRBがQE3に踏み切ることにより、極端な市場の混乱は避けられる。
- ③ 最終的にはECBは量的緩和を含めたより大胆な金融緩和措置を求められ、これが実行されれば一連の財政混乱に対する市場の不安は相当程度払拭される。
- ④ このことは市場のリスク選好性を高め、株などの上昇を促す一方で、商品市場にも資金は流入し、期待インフレ率とのスパイラル的な上昇に繋がる恐れがある。

ここから先は、政策対応次第でシナリオは変わってくる。

- ① これら量的緩和政策が商品市場に過度に資金が流入しないような何らかの工夫（たとえば実需を伴わない取引の制限など）を組み合わされるのであれば、世界経済は回復基調を徐々に強めていこう。
- ② 商品市況の上昇を容認してでも緩和措置を継続するのであれば、資源価格が高騰して世界的にスタグフレーション的な状況に陥るリスクがある。しかし、それ以上に懸念されるのは、そうした政策が政府の債務圧縮という目的を兼ねているとの疑念が高まり、各国国債市場で暴落リスクが生じることである。
- ③ 商品市況の上昇を受けて量的緩和政策が頓挫する場合、ファンダメンタルズを巡る環境は今のような状態に逆戻りする。ただし、足元で株価を押し上げているような“金融緩和による景気回復期待”がかなりの程度小さくなるため、環境は足元より厳しいものとなる。

以上三通りのケースが考えられるが、これらを一気に変えてしまうリスクを持っているのがイランを巡る問題である。いずれにせよ、足元で高まっている景気回復期待は、そのカギを握る金融緩和が景気押し上げに十分な効果を現すまで持続的なものとなるようインフレリスクに配慮したものでなければ、期待と同時に大きくなるインフレリスクという“影”をやがて直視せざるを得なくなるだろう。