

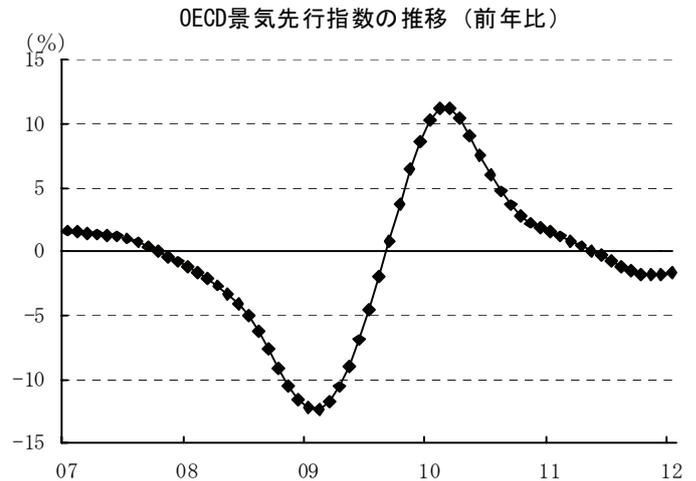
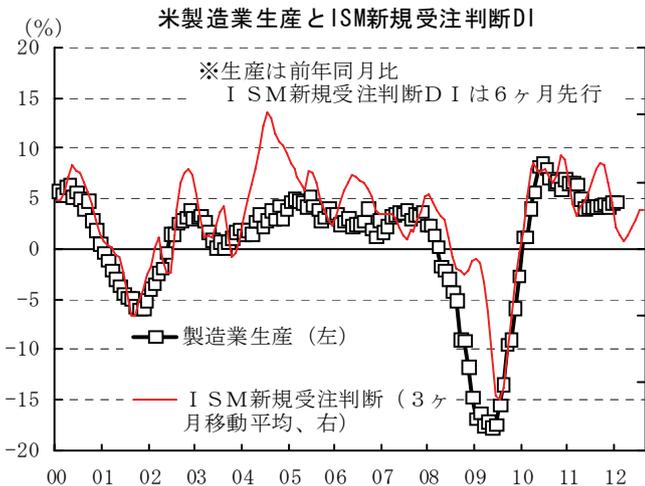
テーマ：新年度の市場見通し 2 一年後半の盛り上がりと持続性 発表日：2012年3月30日（金）  
 ～過剰流動性の副作用が新たなリスク要因に～

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

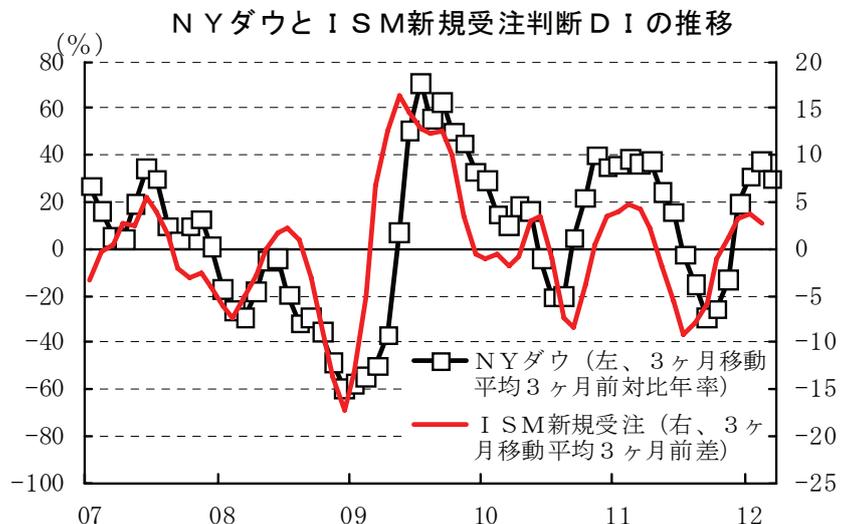
## 米国は夏場には景気持ち直しが明確化する公算

一層の金融緩和が困難になりつつあるなかで、株式市場は過剰流動性相場から業績相場への移行を迫られつつある。足元においては、景気の一致指標である鉱工業生産などの指標は未だ冴えず、世界経済は鈍化基調から脱したとは言い難い状況にある。しかし、先行指標のいくつかは持ち直し始めた感もある。

代表的なものとして、米国のISM製造業新規受注判断DIがある。最近の動きを追うと、昨年7月には50.8ポイントと、判断基準の分かれ目となる50近辺まで低下したが、その後は上昇に転じている。ただし、直近（2月）水準で54.9ポイントと、前年同月の62.7ポイントを大きく下回っており、趨勢的に持ち直し傾向に転じたとは言い切れない。一方、世界的な景気先行指標とも言えるOECD景気先行指数については、前年対比マイナス幅が縮小に転じ、漸く底打ちしつつあるようにも見えるが、ISM新規受注判断DIと同様に回復に転じたとまでは言えない。

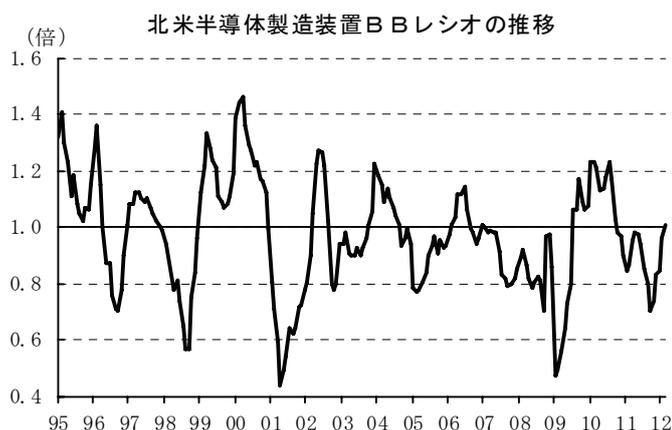


一般的に、株価は景気に半年程度先行する傾向がある。例えば、株価と同様に景気に半年先行する傾向が確認されるISM新規受注判断DIとNYダウとの推移は連動性が高いと言えよう。したがって、ISM新規受注判断DIが一段と水準を切り上げていかなければ、NYダウの騰勢も限定的なものにとどまる公算が大きいということになる。受注の先行きを占うことは難しいが、関連する統計などから判断すれば、緩やかではあるものの少しずつ水準を切り上げていく可能性は十分にある。関連統計としては、循環的に動き、他の財に比べて先行する性質もある半導体製造装置のBBレシオが挙げられる。同指標は、2010年10月以降受注の鈍化を主因に1倍を下回り、昨年春以降は出荷



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。見通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。

も落ち込み初めて急激に悪化していたが、昨年9月につけた0.71倍を底に上昇に転じ、直近データとなる2月には1.01倍と、漸く1倍を切り上げて需給環境が好転していることを示唆している。次に、受注を刺激しやすい環境にあるかどうかを判断するために在庫の動向を確認すると、1月の米製造業在庫率は1.33ヶ月分と住宅バブル崩壊前の前回景気拡大局面には1.15～1.30ヶ月で推移していたことを勘案すれば、決して低い水準とは言えない。ただし、ここ2年ほど同水準はほぼ横ばい圏での推移が続いていることから、需要の動きに応じて受注も変動するものと考えられる。米鉱工業生産指数の伸び率はすでに底打ちから回復に転じるタイミングにあるが、継続的に上昇率が拡大していくことが確認されるには後数ヶ月を要しよう。その間、受注環境が底堅く推移していくとすれば、夏場頃には実体経済の浮揚感がもう少し明確化してくると判断され、株式相場が業績相場へ移行していく環境も整ってくると思われる。



### “リスクオン”が大きな流れとなるも、主要国では低金利持続

米国経済は引き続き世界の中心であり、その需要の大きさは世界経済の帰趨を決めることにはかわりはない。したがって、米国経済の持ち直しがより明確化し、株式市場が業績相場へと移行できるような環境となれば、世界経済の回復期待もより強まろう。新興国においては、現状では輸出の鈍化基調が強まっていることに加え、昨年半ばまでの利上げの影響もあって、国によって温度差はあるものの総じて減速基調にある。しかし、米経済の持ち直しは新興国の輸出環境の改善に繋がる一方で、昨秋来の利下げの効果も今年半ばには一定程度需要を浮揚させることが期待される。加えて、市場環境の好転によりリスクマネーが新興国に向かうことも想定される。

一方、ユーロ諸国は厳しい緊縮財政政策下にあり、輸出持ち直しの効果が期待されるドイツなど一部の国の景気にはプラスに働くものの、ギリシャやポルトガルなどではこうした効果は限定的なものにとどまると考えられ、圏内の景況格差は一層拡大しよう。ただし、規模の大きなスペインやイタリアについては外需環境の好転がある程度景気を支える効果を持つと考えられるため、昨年のようにギリシャ危機がイタリアやスペインに波及して收拾がつかなくなるというような不安が高まるとは考えにくい。さらに、現状以上の“セーフティ・ネット”が構築され、同時に景気の悪化を考慮して財政改善策にもう少し余裕を持たせることができるのであれば、再び市場が混乱に陥るような事は避けうると考えられる。

このように、実体経済の持ち直しがより明確になるにつれ、市場では所謂“リスクオン”の流れがより強まってくることが期待されるが、このことは新興国へのマネーの流入や、欧州市場の一定程度の安定化という副産物をもたらそう。ただし、景気がある程度回復基調を強めても、日米欧の主要各国の超低金利政策は継続される公算が大きい。米国では、家計のバランスシート調整が十分に進展するまでは、金利の上昇を極力抑制するような金融政策を続けざるをえない。米経済の本格回復には、バブルが崩壊して未だ価格の下落基調が続く住宅市場の持ち直しが必須条件であり、そのためには住宅ローン金利を過去最低水準にある現状レベルで維持する必要がある。景況感が改善すれば長期ゾーンを中心に金利には上昇圧力が生じるが、これまでと同様にFRBはこれをオペンなどで抑制していこう。このため、投資家のリスク選好性が高まるような局面になっても、

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。

米国では市場金利も含めて金利の低位安定基調が大きく崩れるとは見込み難い。欧州でも、緊縮財政政策による財政改善をスムーズに進めるためには、景気実態対比で金利を低めに保つ必要がある。ECBがインフレファイターの姿勢を崩すことは見込み難いが、需給逼迫によるインフレ圧力の高まりが懸念されるような状況にならない限り、足元の超低金利を維持しよう。一方、外需の牽引で景気に明るさが出てくると予想されるドイツなどでは金利に上昇圧力がかかりやすくなるが、域内でより安全と判断される国に資金が偏在している足元の状況が大きく変わるとも見込み難く、米国同様に債券利回りの上昇余地は限定的なものにとどまると考えられる。

新興国や資源国では米景気の回復期待が強まるに連れ、金融政策の転換が迫られよう。足元の利下げ局面においていち早く緩和に転じ、景気の減速が限定的なものとなっている国や、実質金利水準が低い国などから、今年後半は利上げに再び転じる国が出てくる可能性はある。しかし、日本は引き続きデフレ下にあつて利上げも見込み難いことから、金利の上昇余地はほとんど無いと考えられる。

このように、構造的な問題を抱えている主要国では低金利を維持する必要があることなどから、市場金利においても景況感の改善ほどには金利は上昇せず、低位安定基調が大きく崩れることは見込み難い。このため、国債利回りのイールドカーブはスティープ化が見込まれるものの、その形状は比較的緩やかなものにとどまろう。一方、投資家のリスク選好性の高まりが低格付債への投資意欲を高める結果、社債などの格付け間のイールドスプレッドは縮小が見込まれる。

## 高金利通貨高&円安

このように、景況感の一段の回復が期待される年後半には、金利の上昇期待が強まる新興国や資源国と、低金利政策を維持せざるをえない主要国との金利差は拡大しやすくなる。このため、為替市場においては“高金利通貨高・低金利通貨安”といった流れが一段と強まろう。

円、ドル、ユーロの主要通貨間では、各国とも金利の上昇余地が限定的なため、為替相場が現行水準から大きく変化することは考えにくい。最も高い成長が期待されるドルに浮揚力がかかるものと考えられ、ドルは対ユーロ、対円で徐々に水準を切り上げていくと予想される。一方、インフレファイターとしての姿勢を崩していないECBについては、環境次第では三極通貨のなかで最も早く利上げを行う可能性がある。しかし、均衡財政までも視野に入れているために期待成長率は低く、実質金利は低水準にとどまらざるをえないとの見方がやがて定着しよう。加えて、年後半には2012年度の各国の財政赤字が目標通り削減できるかどうかのメドもつくと思込まれるが、その結果一部の国については目標達成が極めて厳しいことも明らかになる。こうした財政状況などを勘案すれば、ECBが緩和気味のスタンスを崩すことは困難との認識が強まり、ユーロは対ドルで減価する公算が大きい。

デフレ下にあつて最も金利上昇力の乏しい日本円は、世界的に景況感が回復していく局面では独歩安の展開になると見込まれる。ただし、前述したように主要三通貨はいずれも金利上昇余地が小さいため、対ドルや対ユーロでの減価ペースは緩やかなものとなろう。一方、対ユーロでは欧州の財政状況がユーロの変動主因になると考えられるため、ここ数ヶ月の比較的広いレンジのなかでの推移が予想される。

## 期待インフレ上昇との戦い

このように、新年度の市場環境は徐々に好転していく米国経済とともに、次第に明るさを増していくものと予想される。ただし、その前提として主要各国の超低金利政策の維持が必要となる。实体经济に比べて金利が低めに維持されれば、期待インフレ率が高まりやすくなる。これが先行してしまえば、リスクマネーはインフレヘッジの色彩を強め、その機能が最も高いコモディティに向かいやすくなる。こうして資源価格が押し上げられれば、インフレは現実のものとなって世界的な問題となる。米国などでは引き続き低金利維持が生命線の一つであるはずだが、インフレ抑制のために低金利政策を維持しにくくなるリスクも出てくる。逆に、無理矢理低金利政策を維持しようとするればインフレ期待は一層高まり、場合によっては政府債務をインフレで処理しようとしているとの見方などに繋がり、国債の信認が大きく毀損しかねない。

---

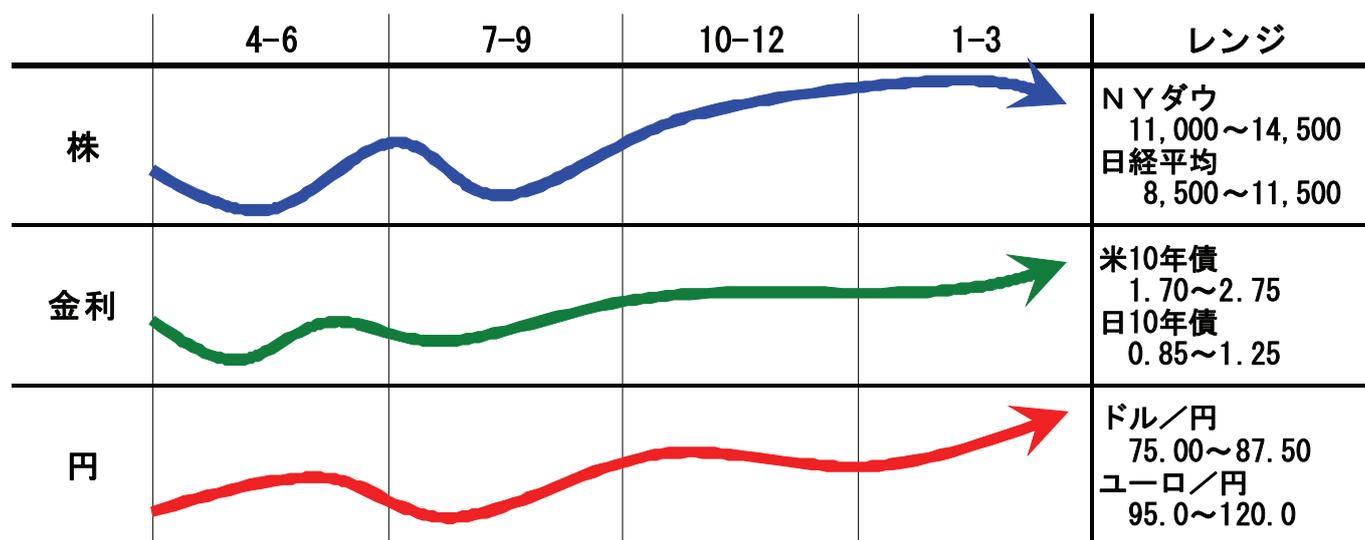
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

循環的なものに過ぎなくても景況感が改善すれば期待インフレ率は上昇しやすくなるが、金融政策は構造的な問題に焦点を絞って低金利政策を続ける必要性があるため、年後半はそのギャップ、あるいは矛盾をどう解消するかが大きなリスク要因である。過去においては、最終的にはインフレへの対応を取らざるをえなくなって中央銀行の政策も引き締め方向へと舵を切ることになり、景気や市場の方向性も大きく転換しているが、商品価格の動向次第では年末までには将来的な不安が高まり始める恐れがあることには注意が必要だ。

このほか、原油についてはイランの核開発疑惑を巡る緊張が、今後より大きくなっていく可能性がある。イスラエルはイランが検査に完全に応じない限り、自国で対処（軍事行動）せざるを得ないとの姿勢にある。実際にそのような事態が生じた場合、両国の軍事力の差が大きいことから本格的な戦闘状態は比較的短期間で終わるとの見方が多いが、その間にイランの油井が破壊されるなどして生産が完全にストップする事態も想定される。経済制裁からイラン産原油の輸出量は減少傾向にあり、他のOPEC諸国がフル稼働生産すればイランが原油を産出できなくなった分を何とかカバーできるものの、世界の原油需要は増加基調にあり、その先の需要増加への対応が困難となるため、原油価格は大きく水準を切り上げることとなる。これは広くインフレ加速要因になるうえ、生産活動のボトルネック要因にもなり、世界経済を大きく混乱させるリスクが高い。

以上のような不確定要素、あるいはリスク要因は、いずれも景気が持続的な回復軌道に乗るための必要条件であるはずの主要国の低金利政策を困難にする要素である。景況感が改善すればするほど、こうした負のリスクへの対応が市場の関心事となっていこう。

### 2012年度の市場予想イメージとレンジ



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。