

テーマ：2012年後半の市場は政策対応で決まる（上）

発表日：2012年7月25日（水）

～期待される米中の方、カギ握るのは引き続き欧州～

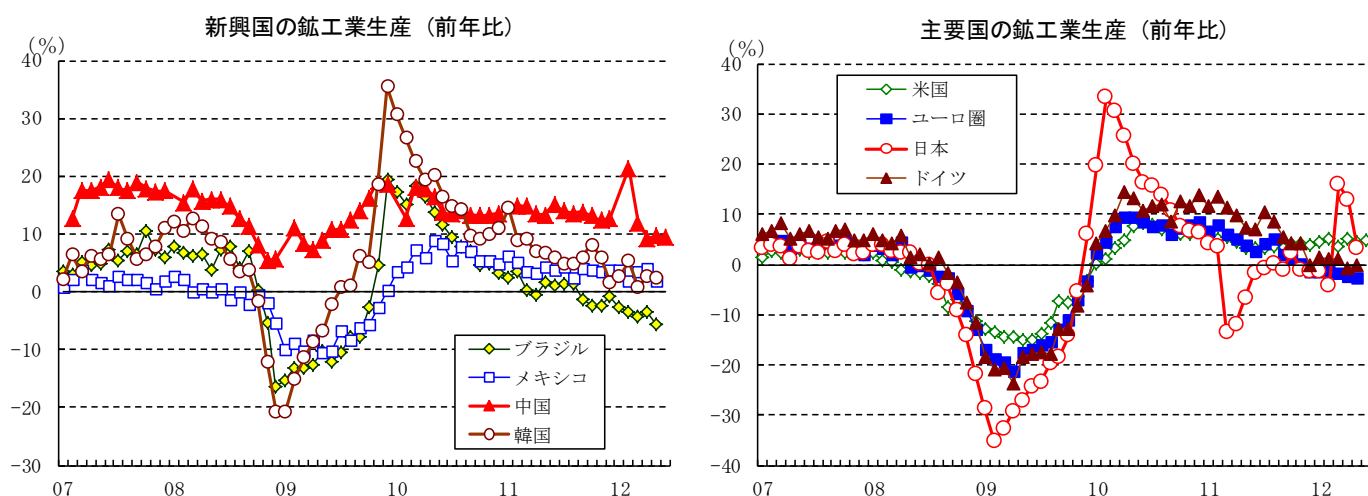
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

ファンダメンタルズの“自然改善”は困難

年後半の市場を取り巻く環境は、引き続き欧州の財政問題に関心が集まると同時に、減速傾向を辿ってきた世界経済に持ち直しの兆候が出てくるかどうか重要なポイントとなろう。

景気の一致指標である生産活動の動きを見ると、先進国、新興国の別なく増勢鈍化が続いており、世界経済は未だに減速基調が続いていることが判る。唯一の例外とも言えるのが日本だが、これも昨年の中東大震災による反動増という側面が大きく、そこからの復興需要などによって内需が堅調に推移している部分もあるとはいえ、実態から大きく乖離した伸びとなっていることは間違いない。



地域別にみると、ファンダメンタルズの悪化がもっとも顕著なのがユーロ圏だ。厳しい緊縮財政政策を余儀なくされている南欧諸国では、景気は失速状況にあり、改善の兆候もない。相対的に好調であるドイツなど北部地域でも、外需環境の悪化を受けて景気の減速圧力が強まりつつある。

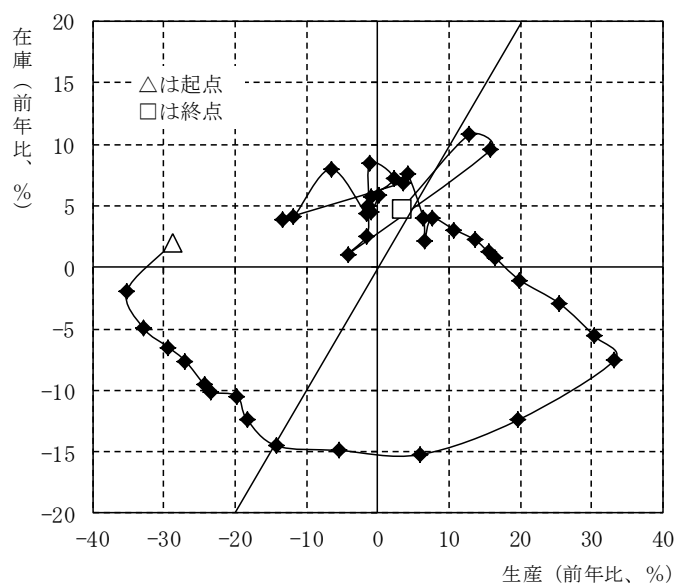
米国経済は暖冬によって冬場に経済指標を嵩上げしていた効果が剥落し、足元では減速感が再び強まっている。なかでも注目されている雇用関連指標については改善に歯止めがかかり、労働需給が再び悪化し始めていることを窺わせている。一方で、米経済の病巣とも言える住宅市場には改善の兆候が見られている。住宅需給は改善傾向を辿り、在庫率も適正水準に達した。これを受けて住宅価格は下げ止まっており、調整が最終局面に入っていることを示している。ただし、引き続き家計部門のバランスシート改善は遅れているとみられ、過去最低の超低金利下にもかかわらず、住宅需要に回復の兆しは見えてこない。このため、住宅価格の持続的な回復が期待できる状況にはなく、これが家計のバランスシート調整を遅らせるという“スタック”状態からは脱し切れていない。

こうした欧米景気の減速は、新興国経済の鈍化をより明確なものとしている。中国を筆頭に、多くの新興国で輸出の伸び率鈍化に歯止めがかかっておらず、輸出減速の後を追うように生産活動の伸び率も鈍化している。生産活動の鈍化は製造業の業況悪化を通じて、同業種の雇用・所得環境の悪化に繋がり、内需に波及し始めている。もとより、昨年半ばまで大半の新興国が行っていたインフレ沈静化のための利上げの影響で内需には減速圧力がかかっていたことから、外需からもたらされる減速圧力と相俟って、景気にかかるブレーキを警戒する向きは多い。

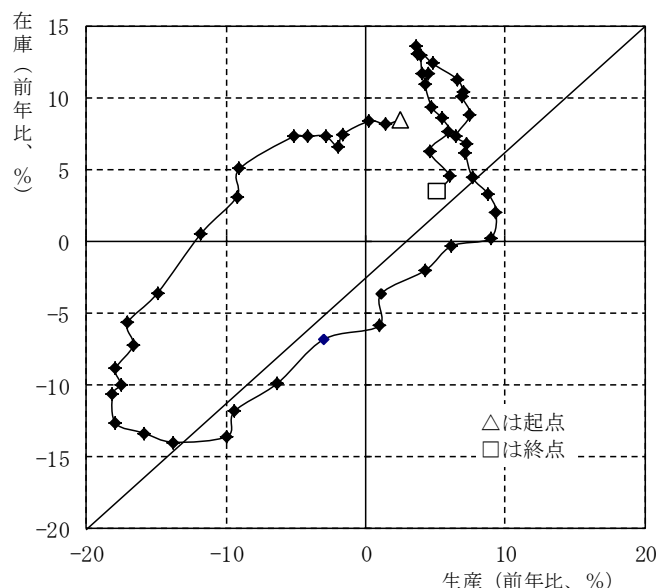
景気減速に歯止めがかかり、再び上向いていくようになるには、①需給環境が改善し、循環的に上向く力が生じる、②財政や金融政策を含めた外部要因から生じる景気に与える負の力がなくなり、逆に押し上げる効果をもたらす方向に転じる——ことなどが必要となる。

そこで、①の循環面について日米の在庫循環図をみると、両国とも在庫の伸びと生産の伸びがほぼ同水準にある。このところ動きが複雑化しているが、このまま在庫の伸びが生産の伸びを上回り始めると（グラフ上では斜線の右側から左側へ移動）、在庫調整圧力が増して生産活動にブレーキがかかりやすくなる。そうならないためには、需要が拡大して生産の伸びが加速するか、企業が適切な在庫管理を行って過度な在庫積み上げを避けることが必要だ。いずれにしても、足元は循環的には景気が自然と加速していくような状態にはないと判断され、最終需要の動向次第では調整圧力が急速に高まっていくリスクを孕んだ局面にあると言えよう。その点で、欧州では厳しい緊縮財政政策が、米国では不安定な資産価格動向が、日本ではエコカー補助金など政策効果の息切れが最終需要を抑制する力を持っていることが懸念される。

日本の鉱工業生産・在庫循環図（09/1～12/5）



米国の製造業生産・在庫循環図（08/1～12/5）



したがって、景気が上向いていくためには②の外部要因の改善が必要条件になると言えよう。無論、外部要因として最も注目されるのは欧州の財政問題であろうが、（この問題も含めて）やはり景気対策がどのように働くかということが重要になる。

弾はあるという米国、弾は撃っているという欧州、弾は使った日本

景気対策には主に財政出動を伴うものと、中央銀行が担う金融政策とに二分される。ただし、先進各国においては財政状況は厳しく、金利の引き下げ余地もほとんどないなど、その出動余地が限られているのが実情だ。

7月17日に行われたバーナンキFRB議長の議会証言では“追加措置を講じる用意がある”という、お決まりのフレーズが繰り返された。強弱入り交じった経済指標の発表が続く米国だが、このところは雇用環境が再び減速していることや、生産活動が先行きさらに鈍化していくことを示唆する指標などが相次いでいる。議会証言では、7月末と9月に開催されるFOMCが注目点として挙げられており、向こう2ヶ月間で発表される経済指標が更なる減速を示すようであれば、米国債やMBS（モーゲージ担保証券）を対象とした量的緩和措置（QE3）の発動に踏み切るとの期待を持たせた。国内の予想以下にとどまる経済指標や、企業の決算下方修正などの悪い材料が比較的に目立っている中で、なお株式市場が崩れていないのは、“景気対策のための弾はいつでも撃てるように装填されている”とFRBが繰り返していることで、景気の過度の下ぶれは回避されとの安心感があるためだ。

6月29日に行われた欧州首脳会議は、国債発行による資金調達上で危険水準といわれる7%前後で推移していたスペインの国債利回りを急低下させることに成功した。市場が懸念していたスペインの金融機関への資本

注入について、それまでのスペイン政府を経由した形で資金援助を行うという方針を覆し、E S Mが直接行う方向性を打ち出した。一見大胆な対策が講じられたようにも見えるが、そもそもは市場の懸念を和らげることに失敗し、市場の更なる混乱を受けてから後手に回る形で新たな対策を打ち出しただけである。この図式は、ギリシャの財政危機が表面化した2009年以降何度も繰り返されてきた構図である。まだ政府が直接支援を受けていないスペインの国債利回りの推移を見れば明らかだが、財政が問題視されるようになって以降は徐々に水準が切り上がっている。10年債利回りは、2011年以降はほぼ5%を上回っており、時折急騰しては再び低下することを繰り返してきた。このことは、欧州当局が財政問題について、ことが大きくなってから漸く何らかの対処を行ってきたことを示している。また、水準が徐々に切り上がっていることは、財政改善へ向けた努力や、当局がこれまでとってきた様々な対応策の効果も空しく、事態が悪化傾向を辿っていることの証左だ。欧州当局からすれば、財政問題解決のために数多くの大胆な政策を執っている（＝弾を撃っている）との思いもあるだろうが、それは市場には届いていないうえ、事態の収束にも繋がっていない“的外れ”ということだ。このような状況に欧州が陥っている理由は、専ら加盟国の政治的な問題にあり、同時に通貨と金融政策の統一にとどまっているユーロというシステムの欠陥にある。



国内では、6月26日に行われた衆議院本会議において、政府が提出した消費税率引き上げを含む税と社会保障の一体改革関連法案が可決した。足元の日本経済は、世界経済が減速傾向を辿っている中にもかかわらず、堅調に推移している。背景には、震災からの復興需要やエコカー補助金など、財政支出が内需を押し上げている側面が挙げられ、これが緊縮財政を強いられている主要国の中での日本経済の相対的な底堅さに繋がっている。しかし、日本の財政を取り巻く環境は厳しく、今後は緊縮財政へと舵を切ることになる。消費税率の引き上げは参議院での解決も見込まれ、正式に成立する見通しだ。一方、金融政策については国債の買い取り枠の拡大を適宜行っているものの、裏を返せば日本の置かれた環境を一変させるような政策が見当たらないのが実情だ。日本は、財政政策という弾は今後は期待できず、散発的に出てくる金融政策という弾も効果は限定的となっている。

ところで、新興各国はどうか。各国のファンダメンタルズをみると、①輸出の伸びが鈍化、生産活動の減速も明確化する一方で、②内需は総じて堅調なもの、その勢い（伸び）は徐々に減衰し始めており、③経済成長率は鈍化傾向にある——という点でほぼ共通している。このため、多くの国が景気テコ入れのために金融緩和策を実施している。しかし、一部の国ではインフレ率が高止まりしていたり、資本が国外流出して通貨安が目立ち始めており、十分な金融緩和が行えない、あるいは逆に利上げを行って資本流出を食い止める動きを見せている国もある。こうした中、最も注目される国である中国については、順調にインフレ率が低下していることもあり、6月、7月と2ヶ月連続して利下げを実施した。直近のインフレ率は前年比+2.2%（6月）と、上限目標の4%を大幅に割り込んでいることから、今後も連続的な利下げが予想される。加えて、年内に開催される予定の共産党大会では、中国のトップである党総書記が交代するとみられ、これに向けて景気を浮揚させることは重要な政治課題であると判断される。したがって、今後は財政面からも様々な形で景気テコ入れ策が図られる公算が大きい。いわば、中国は弾幕を張るように景気対策を講じると予想される。

一方で、インフレ高止まりなどによって“弾を撃ちたくても撃てない”国については、景気の下ぶれ圧力が強まる恐れがある。経常赤字国などでは、ファンダメンタルズの悪化が国外への資本流出圧力を一層高めるリスクもあり、予想以上の混乱を招くことも考えられる。このように、新興国では各種対策を積極的に講じて景

気の持ち直しを実現しうる国と、逆に状況が徐々に深刻化する国とに大きく分かれてこよう。

早めの対応が期待される米中だが、やはり重要なのは欧州の政策対応

景気は減速基調、循環的にもマイナスの力がかかりやすいという状況下では、景気対策としての経済政策がきわめて重要になる。しかし、各国の事情をみれば、即効性が期待される財政出動を伴う景気対策を先進国に期待することは難しい。

その点では、政治的な背景もあって今後景気対策をより積極化すると見込まれる中国については、共産党大会までに一定程度景況感を改善させるためにも、7～9月期中には財政出動を伴う追加景気対策の発表が期待される。巨大マーケットを抱える中国が本格的に景気対策に乗り出せば、市場のセンチメント改善に繋がるとみられる。リーマン・ショック時には、中国が大規模景気対策を発表した後に市場の景気不安感が後退し、株などのリスク性資産に資金が一気に流れ込んだことが記憶に新しい。中国が景気対策を発表した場合、それが同国経済を支えるのに十分な規模であれば、当時と同様の市場展開が繰り返されるのではという思惑も高まろう。

しかし、リーマン・ショック時には、市場の混乱を受けて各国中央銀行が流動性供給を行うなど積極的に対応したほか、多くの国が景気テコ入れのために大規模な財政出動を伴う景気対策を行った。これに対し、足元ではユーロ圏は厳しい緊縮財政政策を、米国も抑制気味の財政政策を執っているほか、金融政策面でも流動性の純増に繋がるような積極的な緩和政策は執っていない。こうしたことを勘案すれば、中国の景気対策の充実だけで、リーマン時のように投資家のリスク許容度が回復し、市場環境が劇的に改善するとは考えにくい。やはり少なくとも主要国の足並みが揃う必要がある。

中国に次いで景気・市場対策を打ち出せる可能性が高いのは米国だ。前述したように、バーナンキFRB議長は向こう2ヶ月程度の経済状況次第では、更なる緩和政策を執る可能性が高いことを示唆しているためだ。足元では、住宅需給の改善によって住宅着工や住宅価格に底入れから持ち直しの気配があるものの、FRBが注視している雇用関連統計の再減速、生産活動、ひいては景気の先行指標となるISM新規受注判断DIの急低下など、潜在成長ペース以下での成長にとどまっている米経済に再減速のリスクが高いことを示唆する指標が目立っている。さらに、足元のように再びスペインの財政悪化懸念が高まってリスク回避の動きが強まることによって、株価が下落基調を強めれば、米家計のバランスシート改善は遠のき、景気の下ぶれリスクが一段と増すことになる。このように、米国経済の減速基調は暫く続く公算が大きく、あるいは株価の動向次第では予想外の下ぶれ圧力がかかることも考えられ、FRBは9月のFOMC（9/12-13）までにはQE3に踏み切る可能性は十分にあると言えよう。

さて、FRBがQE3に踏み切れば、拡大する流動性の一部がリスク性資産に流れることが期待される。経済規模1位の米国と、2位の中国がともに景気テコ入れ策を講じて両国の景気が持ち直せば、世界経済へのポジティブインパクトも十分に期待される。

しかし、それでもなお市場の最大の懸念材料である欧州の財政問題が残る。欧州問題に対する懸念が緩和して市場のリスク許容度が回復しなければ、QE3による潤沢な流動性も株式市場に流れにくい。米国経済停滞の原因が家計のバランスシート調整にあり、調整進展のカギを握るのが株価であることを勘案すれば、欧州に対する市場の懸念が強いまでは米国経済の自律回復の道も覚束ない。

要するに、「（需要を回復させる経済対策（中国などの財政政策）＋潤沢な流動性拡大に繋がる金融政策（FRBのQE3など））×不透明要因の後退によるリスク許容度の回復（欧州財政問題への対応）」という条件が揃うことで、漸くファンダメンタルズ持ち直しへの展望が開けることになる。ここ数週間の市場動向を見ると、株式市場では特に米国の追加緩和（QE3）期待や中国の連続的な利下げで支えられてきた側面が大きい。一方で、その間欧州の財政問題に対してはスペイン金融機関への資金援助について、より柔軟な仕組みでEUがまとまりを見せたこともあって、市場の懸念は幾分後退していた。しかし、ここへきて再びスペインの財政悪化リスクや、ギリシャの資金繰り懸念が台頭したことで欧州財政リスクに焦点が当たった結果、再び世界の株式市場は不安定な動きを強め始めた。以上のように考えれば、世界経済・市場のインパクトのある米

中、そして欧州の景気対策・金融対策の足並みが揃うかどうか、年後半の市場の行く末を決めるとみてよいだろう。したがって、年後半の市場動向は政策対応次第で大きく変わりうる。Market Watching「2012年後半の市場は政策対応で決まる（下）」ではケースごとに各市場がどのように動くか考察したい。