

3月以降、景気指標改善や金融不安の後退を背景に株式市場は大きく戻っている。足下までリスク資産全般の動きをみると(図1)、先進国株と比べ新興国や商品市場が好調である。また、金融不安後退の契機となった5月の米国金融機関に対するストレステスト後の動きでは、商品市場の上昇が目立つ。ストレステストにより、銀行間に残っていた疑心暗鬼が払拭し銀行間の上乗せ金利が急低下した。その結果、資金の目詰まりが解消し市場にお金が行き渡ったことが背景にある。先進国景気の先行きには不安が残るため、景気回復期待にかけられるなら、新興国市場や、商品ということであろう。

このような状況は市場では、「流動性相場」と呼ばれ、実際の景気が低迷していても、低利のマネーを原動力にリスク資産が先立って上昇することを指す。リスク資産の上昇によりセンチメントが改善、景気も結果的に後から追いついてくることも多い。

図2は、実際どれほどの流動性が出回っているのかを見るために、マネーサプライの中でキャッシュに近いM1の伸びと先進国の名目GDPの伸びの差を見たものである。この指標は、実体経済で使われるマネーの伸びに対して、どれほどお金が余っているかを示している。この過剰な流動性は、米国の政策金利であるFFレートの前年差(図2では逆目盛り)を先行させたものと連動しており、米中銀(FRB)の政策スタンスが影響していることがわかる。過去振り返ると、様々なバブル崩壊にあって、その都度、FRBが大量の流動性を供給し、次なるバブルを生み出す形で崩壊を乗り越えてきた。足下の過剰流動性もかなりの高水準となっているが、今回のバブル形成のパターンは新興国や商品となっているようだ。

さて今回のバブル崩壊は新興国と商品バブルで乗り越えることが出来るのだろうか？結論から言うと、その可能性には疑問が残る。図1でみたように、今回の過剰流動性は、金融システム等の不安が残る先進国よりも安心感のある新興国に資金が集中して始まった。マネーの流れは米国から米国外に配分される形であり、この結果、ドル安と新興国株高となっている。ただ、この新興国とド

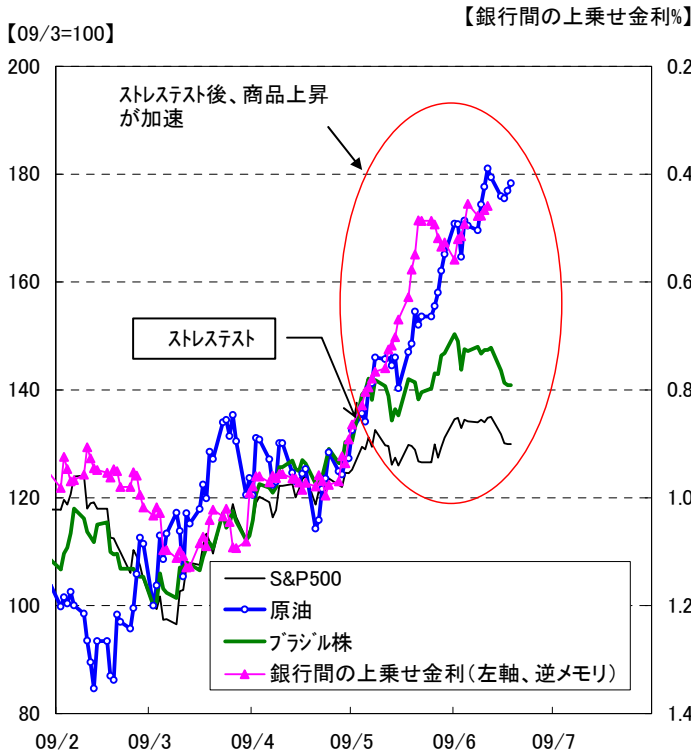
ル安の組み合わせは、どうしてもエネルギーを始めとした商品の先高感に繋がりがやすい。5月頃までは、米国の金融不安からマネーの目詰まり感が残っていたが、ストレステストを契機にマネーが本格的に出回り始めると、原油を始めとした商品市場の上昇が強まった。過剰流動性が株式やクレジット市場に向かっていく内は問題無く、その後の景気改善に繋がりが易いのだが、商品市場への流入が続いた場合はそうとはいえない。図3は、原油実需の代理変数としての世界の鉱工業生産と原油価格の乖離をみたものだが、足下は、昨年の上半のように景気の実力以上に原油が上昇していることがわかる。原油価格が、マネーにより実力以上に上昇した場合は資源国以外の国々にはインフレ懸念や景気抑制要因となってしまう。

図4は米政策金利の先物の推移だが、原油価格が50ドルを超えたあたりから急速に利上げへの思惑が台頭し始めていることがみてとれる。原油市場の上昇が資源インフレ懸念に繋がりと、FRBの予想外の早期引き締め観測が台頭している。再び図2をみると、先々のFFレートの市場の予想は、利上げ懸念から急速に流動性を収縮させる方向に変化していることがわかる。リスク資産は過剰流動性を背景に上昇してきたが、お金が商品に集中し始めると、自ら過剰流動性を収縮させる方向に作用するのである。このような状況は昨年の夏場にもみられ、持続性に欠けたことは記憶に新しい。

仮にFRBが早期の引き締めを匂わせた場合、流動性を背景に上昇してきたリスク資産は急速に調整する可能性が高い。一方、失業率が上昇する中FRBが早期に利上げに動くことも考え難いことも事実である。だが引き締め懸念を後退させるようなメッセージを市場に送れば、過剰流動性相場の延長を好感し益々商品市場にマネーが流入し、インフレ懸念を通じて利上げや景気腰折れリスクを高めてしまうジレンマがある。足下の膨大な過剰流動性を金融当局がどうコントロールしていくか、事態を見極める局面と言えよう。

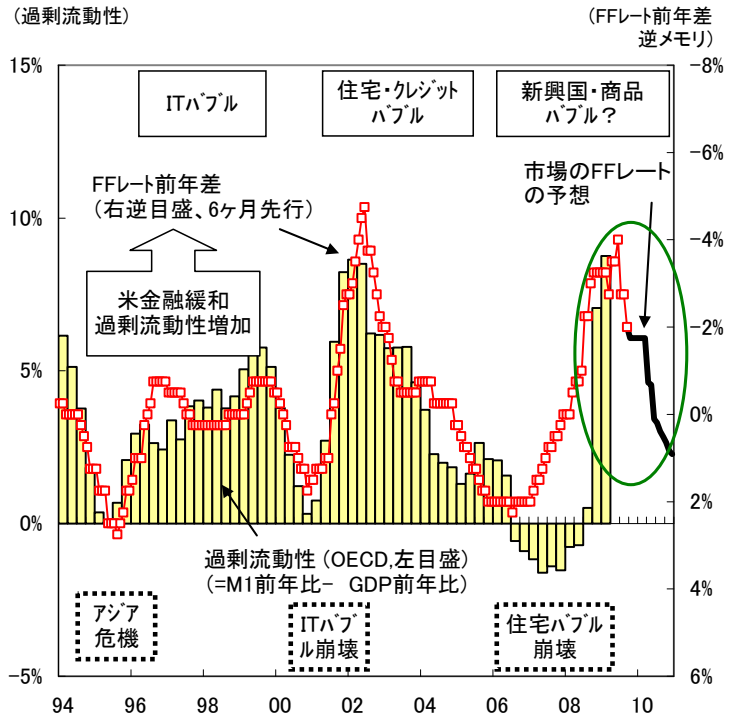
(2009年6月18日記)

図1：足下までの市場の動き



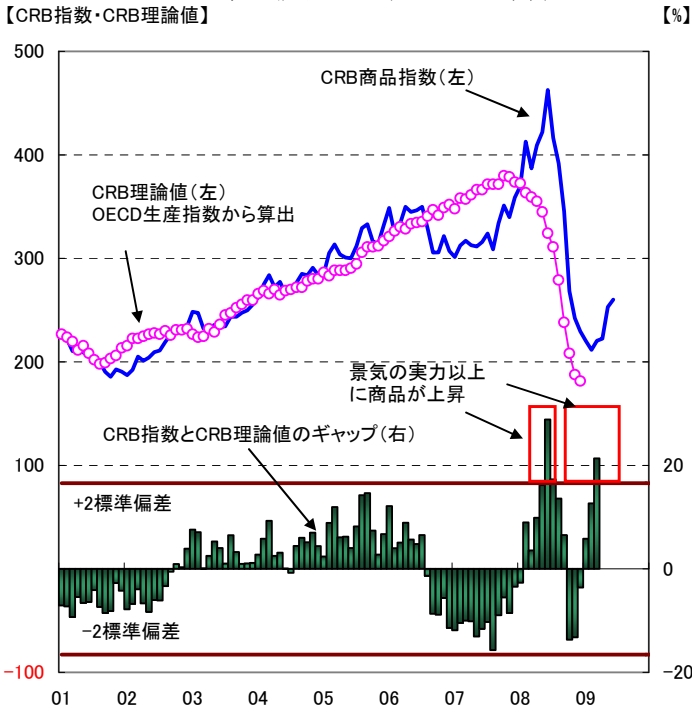
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図2：過剰流動性とFFレート



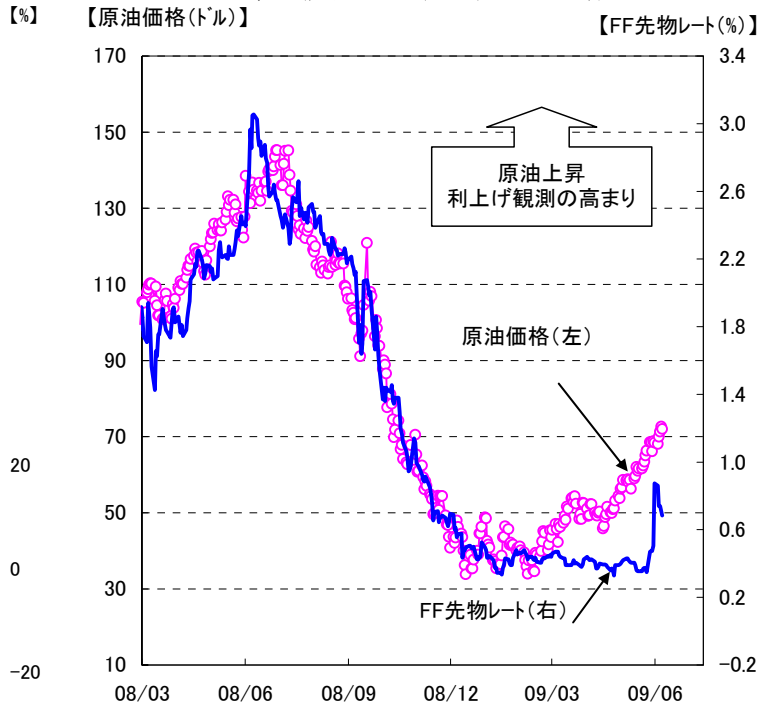
出所：Datastream、Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図3：原油価格の実需からの乖離



出所：Datastream, Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図4：原油価格と市場の利上げの織り込み



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）