

## 2010 年度の投資環境について

### 目次

- I. はじめに
- II. リーマンショック以降の政策対応と顕在化した問題点
- III. 2010 年度の投資環境における注目点
- IV. マクロ環境の見方
- V. 市場環境の見方

投資企画部 運用戦略 G グループマネージャー 太田 頼男  
チーフストラテジスト 澤井 亮  
ストラテジスト 法村 裕紀  
ストラテジスト 前田 隆将

### I. はじめに<sup>1</sup>

2009 年度、グローバル株式市場はリーマンショック後の危機的状況を脱し、顕著な V 字回復をみせた。その他市場でも、正常化の流れは既に定着しており、新たな均衡を探る動きがようやく本格化しつつある。これまでの市場の動きを規定してきた最大の要因は紛れもなく各国で迅速で強力かつ大規模に実施された政策対応（ポリシーミックス）であった。ただ、こうした政策対応もこのところ変貌を余儀なくされつつあり、2010 年度には大きな転換期を迎える兆しが散見される。実際、年初来の市場の動きをみると、株価は既に 2009 年度にみられた上昇の勢いを失っており、為替も 2009 年度のドル安トレンドが転換した形となっている。

それでは、こうした市場の変化は何に起因し、2009 年度と 2010 年度の投資環境にどのような違いをもたらすのであろうか。運用機関として、1 年というタイムホライズンで市場を眺めることは、日々ベースで動いている市場の実態把握と同時に底流に流れる市場の枠組みを捉える意味で不可欠であろう。

以上の観点から、本編では新年度入りを目前に控え、弊社が現時点で想定している 2010 年度の投資環境について、その考え方を簡単にご紹介したい。

1 . 本資料は弊社受託財産運用部門における考え方を記述している

## Ⅱ. リーマンショック以降の政策対応と顕在化した問題点

### 1. リーマンショック後の政策対応

2008年9月のリーマンショックは市場に大混乱をもたらし、投資家にとっては改めて様々な形態のリスク認識を余儀なくされることとなった。市場リスク、信用リスクはもとより、流動性リスク、カウンターパーティリスクなど市場取引に関わるほぼ全てのリスクが顕著に拡大することとなったが、既に市場での調整色の強まりから金融機関の不良債権増大に対する懸念が高まっていたこともあり、金融システム不安に伴う流動性の枯渇から一時金融恐慌をも髣髴させる状況に陥ったことは記憶に新しい。ただ、市場の混乱が大きかったこともあり、各国が打ち出した政策対応は迅速で強力かつ大規模なものとなった。

金融政策としては、まずは利下げのほか緊急性の高い市場の流動性確保を目的とする措置が導入され、続いて金融不安の軽減を目的に金融機関に対する公的資金の注入が実施された。その後は、クレジットクランチ（信用収縮）による景気への悪影響の波及を回避すべく、当局（主に中央銀行）の有価証券買入れ（国債や住宅関連証券など）による信用拡大策が段階的に導入されることとなった。

一方、財政政策については、需要急減という事態に対処するため、先進国では大規模な需要喚起策が採られ、新興国においても、中身の違いはあれ<sup>2</sup>同様に需要喚起策が採られることとなった。そして、これら需要喚起策については、当時の環境下では減少した需要の補填という側面が強まらざるを得なかったことは事実であろう。

2009年度においては、こうした大胆な金融・財政政策により景気は持ち直し、金融市場も危機的状況を脱し安定化することとなったが、景気自体は先進国では家計を中心とするバランスシート調整を引き摺りながらの構造調整下での循環的な回復に依然としてとどまっているのが現状である。一方、市場については、想定以上の景気持ち直しを好感する形でのいわゆる“リカバリートレード”による株価上昇という反応を示した。特に夏場以降は、株価上昇により投資家のリスク許容度が回復したことに加え、グローバルな低金利環境もあり流動性相場の色彩（ドル安、株高）を強めることとなった。

---

2. 中国が2008年11月10日に発表した4兆元の景気対策では大半がインフラ投資であった。自動車や家電の購入補助などの消費喚起策が追加されたのはその後12月9日である

## 2. 顕在化した問題点

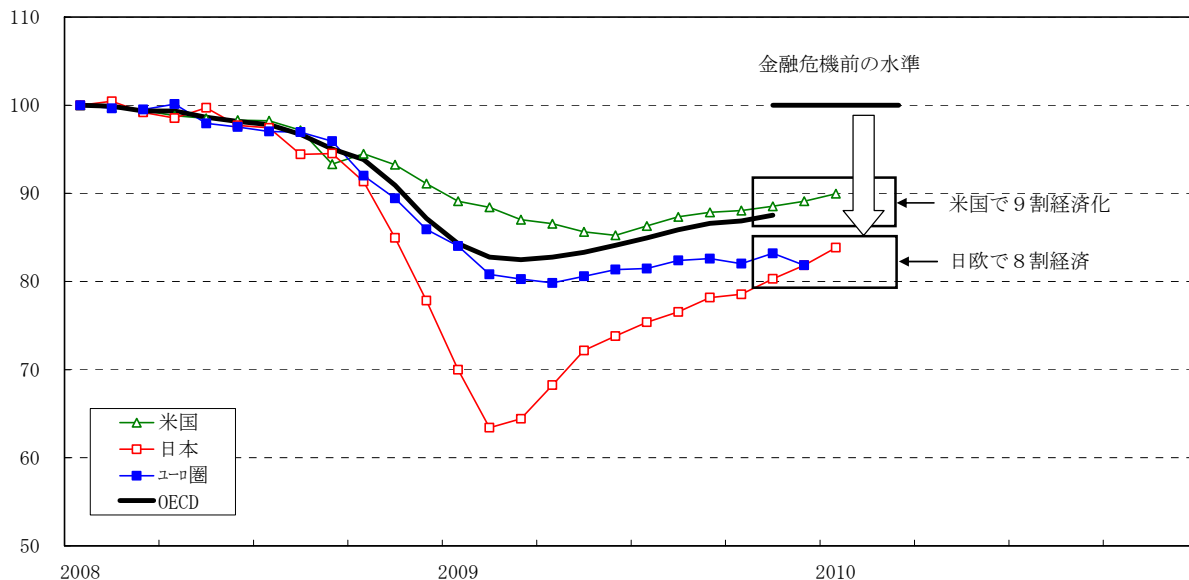
このように各国の政策対応が奏功し、市場は一旦危機からの脱出を果たしものの、足下では様々な問題点が顕在化してきている。

### (1) 不十分な景気回復

まず、1つ目の問題点は先進国の景気回復が依然として不十分であるということである。欧米先進国で実施された需要喚起策については、需要不足を補う効果はあったものの、先進国の内需自体は景気持ち直し後も脆弱であり、マクロ環境の水準自体はリーマンショック前の8割程度（日欧の場合）にとどまっているのが実状である（図表1）。このため、住宅バブル崩壊の影響を受けた家計では、雇用・所得環境の改善が進まない中、依然として厳しいバランスシート調整を余儀なくされており、政策対応が構造的な調整支援策としては不十分であったことが露呈した格好である。

図表1：8割経済の現状（鉱工業生産指数の水準）

【2008年1月=100】



(出所：Datastream より三菱UFJ信託銀行作成)

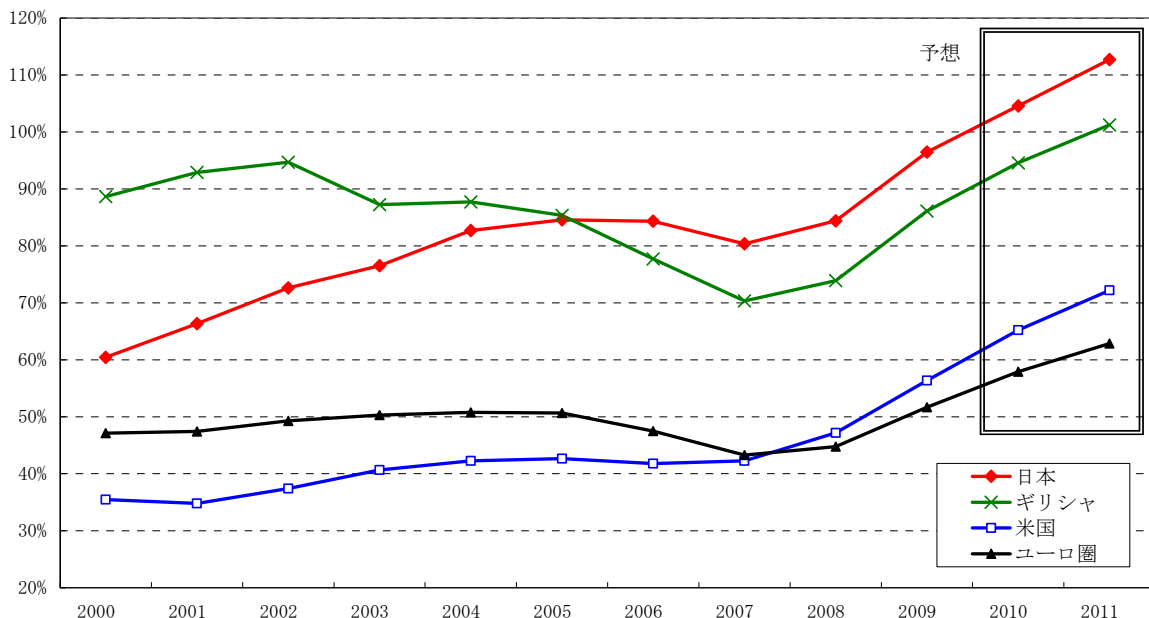
### (2) 一連の金融危機対応の弊害

また、2009年末にかけては、市場の変調（ドル安反転の動き、株式市場でのボラティリティ上昇）も散見されるようになり、年明け以降その動きはより鮮明になってきている（ドル高+円高、株価の軟調など）。そして、こうした市場の変調は、①昨

年 11 月 25 日のドバイショック、②1月7日に始まる中国の一連の金融引締め策<sup>3</sup>、  
 ③1月21日に米オバマ大統領が発表した金融規制強化案(いわゆるボルカールール)、  
 ④年明け後に急拡大したギリシャの債務問題<sup>4</sup>、といった出来事により引き起こされたが、いずれも偶然に生じた事象というよりも、リーマンショック後に実施した一連の金融危機対応の限界が問題点として露呈したと捉えることもできる。

2つ目の問題点は、急拡大している財政赤字に対する懸念である(いわゆるソブリニリスク)。財政赤字自体は過去の放漫経営のツケ(ドバイの場合)やこれまでの大規模な需要喚起策に伴う財政負担のほか、欧米先進国では金融機関に対する公的資金注入などにより急拡大したが、足下ではより経済力の脆弱な国(ギリシャなど)で顕著になってきている(図表2)。そして、金融機関に対する公的資金注入などによる支援策自体はいずれ信用供与の拡大といった形で国民が恩恵を受けると期待されたが、現実の雇用や中小企業の実態は事前の期待からはほど遠い状況にある。このため、いち早く業績が立ち直った大手金融機関のモラルハザードに対する批判が一段と強まっており(図表3)、今後、財政赤字削減に向けた国民負担の増加が避けられない

図表 2 : 各国の政府純債務残高の対 GDP 比率

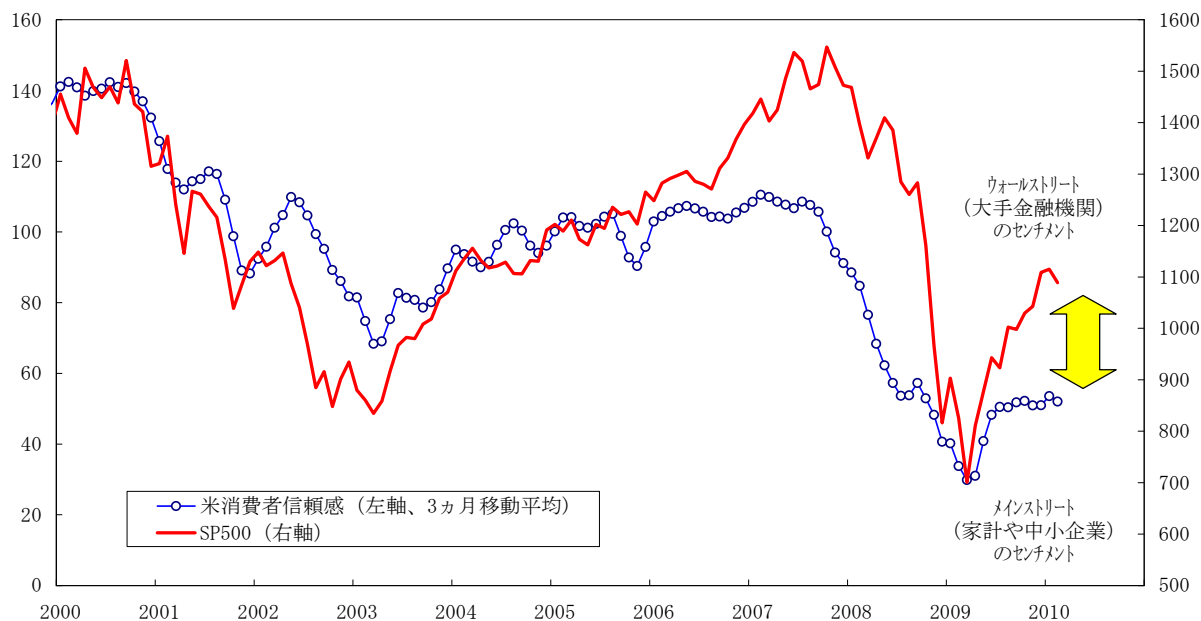


(出所: Datastream より三菱 UFJ 信託銀行作成)

3 . 中国は1月7日に3ヵ月物手形利回りを4bp引上げ、準備率の引き上げを1月12日と2月13日に発表

4 . ギリシャ債務問題自体は2009年12月8日にフィッチが同国国債格付けをBBB+に引き下げたことが端緒に

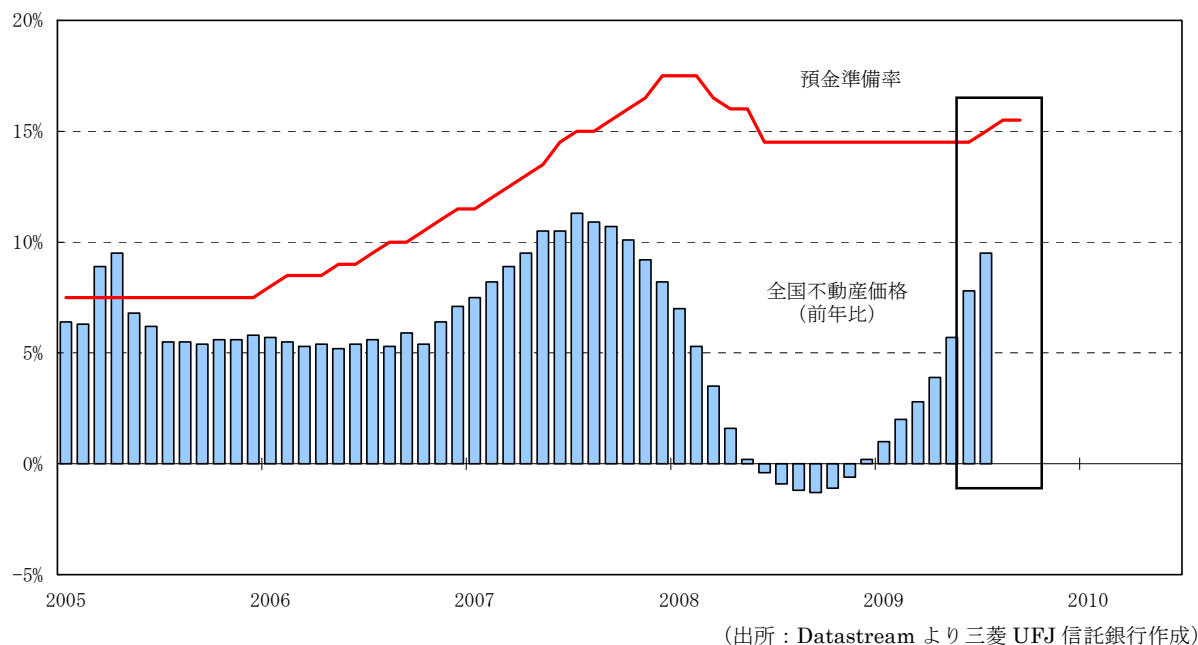
図表 3 : 株式市場と実体経済との乖離



中、米国での大統領支持率の低下に象徴されるように国民の不満はややもすれば政府へと向かいがちである。特に、主要先進国（米、英、日）では 2010 年度に選挙を控えていることもあり、国民感情にも配慮しながらの微妙な政策運営が不可欠な情勢である。

一方、3つ目の問題点は新興国に対する懸念であるが、これは先進国と様相が大きく異なる。今回の金融危機後の景気持ち直し過程では、新興国がグローバル経済の下支え役を果たすとともにいち早く高成長へと復帰することとなったが、その結果、昨年後半には景気過熱が問題点として露呈することとなった。特に、中国ではドルペッグ制の弊害といえるが、ドル安の進行過程で元高回避のために市中への資金供給量が増大し、過剰流動性を背景とする不動産市場での投機が顕著となったほか、インフレ懸念も台頭したため、年初からは一連の金融引締め政策が実施されることとなった(図表 4)。

図表4：中国の不動産価格と預金準備率



### Ⅲ. 2010年度の投資環境における注目点

それでは、2010年度の投資環境をみるうえで注目すべき点は何か？足下で顕在化している問題点を踏まえれば、2010年度はリーマンショック後に実施された様々な異例の政策対応を正常化させるという意味で政策転換の動き、つまり以下の3つの出口戦略がカギを握ると考えている。

まず、1つ目の出口戦略は金融危機を契機に実施された過剰な需要喚起策からの出口であり、これは各国とも財政赤字という制約が強まっていることもあり言い換えれば財政赤字からの出口ということになる。財政赤字については、まずは、規模の抑制を図ることが求められるが、そのためにもその使い道については絞り込みを図る必要がある。2010年度が主要先進国で選挙年に当たるということを考慮すれば、これまでに政策面で最大の恩恵を受けた金融機関や大口債務者から家計や中小企業といった主体へと政策の軸足が移る可能性は高い(米国では恩恵はウォールストリートを中心とする金融機関ではなく、メインストリートである家計や中小企業へ)。

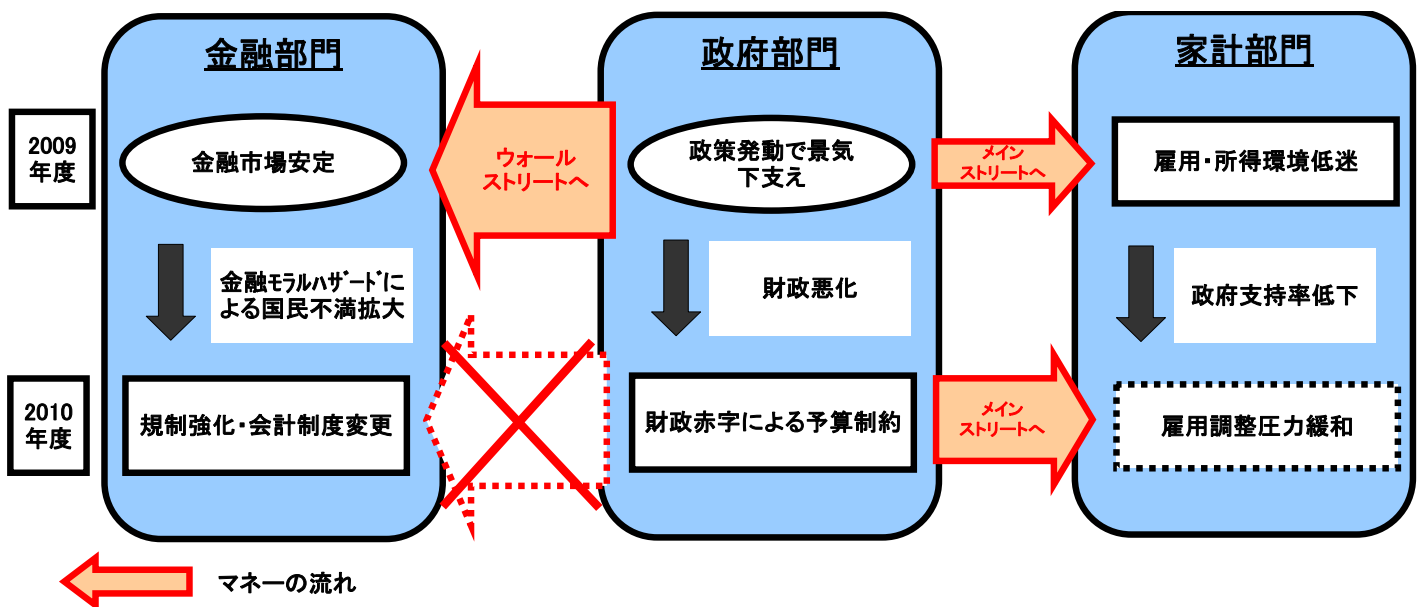
2つ目の出口戦略は金融政策である。先進国では、危機対応で膨らんだ流動性対策が既に各国で終了へと向かっており、今後は過度な信用供与策の段階的な解除が想定される。一方、高成長が想定される新興国では、先進国に先んじて利上げを含めた金融引締めの動きが強

まることが想定される。

そして、3つ目の出口戦略は過度に緩和的な金融規制の修正であり、金融規制の再構築である。今回の危機が金融機関に過大なリスクテイクを可能にしてきた金融規制にあるという反省から、モラルハザードを防止するうえでも米オバマ大統領が発表した新たな金融規制策（いわゆるボルカールール）はいずれ具体化されるとみられる。もともと、欧米それぞれの事情を反映した利害の対立が想定されることから、規制内容の縮小など今後の帰趨には注目する必要がある。

そして、これら3つの出口戦略の行方次第で市場の反応は大きく変わるとみられる。2009年度までのような制約のない青天井の政策運営は各国ともに既に不可能となっており、2010年度の市場は一段と予測することが難しいと想定される。以下では、2009年度のマクロ環境・市場環境を規定していた変動要因を明示するとともに、現時点における2010年度のマクロ環境と市場環境の見方について、より具体的な内容も踏まえて説明することとしたい。

図表5：2009年度と2010年度の投資環境



(出所：三菱UFJ信託銀行作成)

#### IV. マクロ環境の見方

経済面では、前述の3つの出口戦略のうち財政政策と金融政策の2つが重要であると考えている。本章では、2009年度にこれら2つの政策が経済に及ぼした影響を振り返り現状を整理した上で、2010年度については政策の変化という視点から今後の行方を考えることにする。

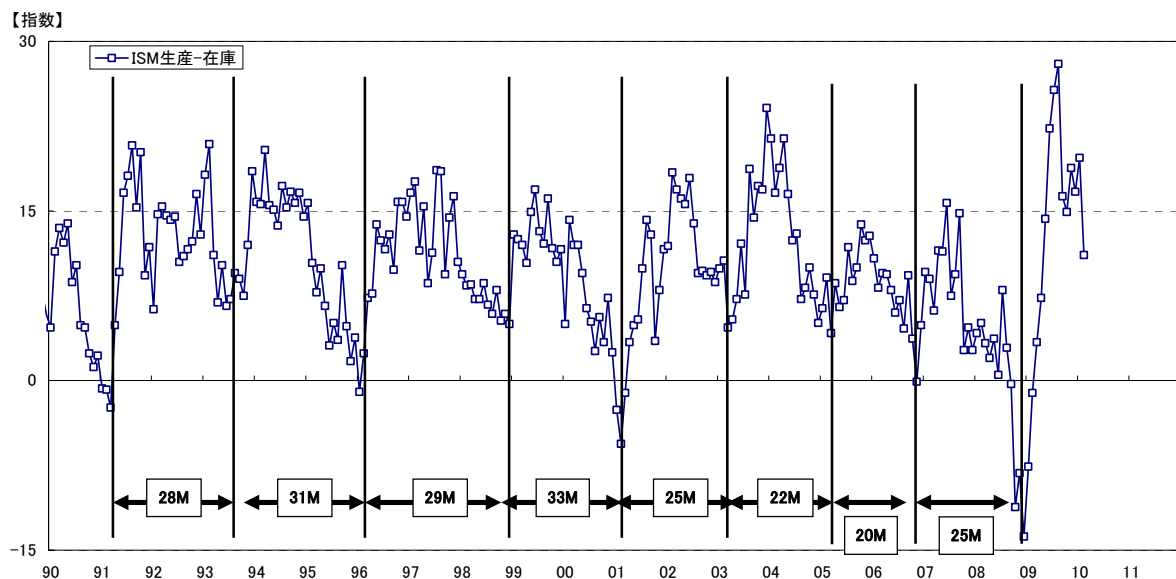
##### 1. マクロ環境の現状

2009年度の先進国経済は、需要喚起策や金融政策のサポートを受けて好調を維持した新興国経済向けの外需増加を背景に製造業を中心に大きくリバウンドした。一方、欧米では家計のバランスシート修復圧力、日本では過剰設備の調整圧力等、いわゆる構造調整圧力が残存したため内需の脆弱性が残った。結果的に、外需や製造業部門主導で景気は落ち込みから大幅に反発したものの、危機前の8割程度の水準までの回復にとどまっている。以下では、マクロ環境を規定している循環要因と構造要因について整理する。

##### (1) 循環要因

経済の短期的な動向を示す在庫循環をみると、生産・在庫バランスは大幅に反発した(図表6)。この背景としては、先進国において米国の自動車買い替え補助政策に代表される需要喚起策が実施されたことに加え、中国に代表される新興国経済が緩和的な金融政策や財政政策に支えられて好調を維持したこと等が挙げられる(図表7、8参照)。但し、足下ではピークアウトの動きがみられる。

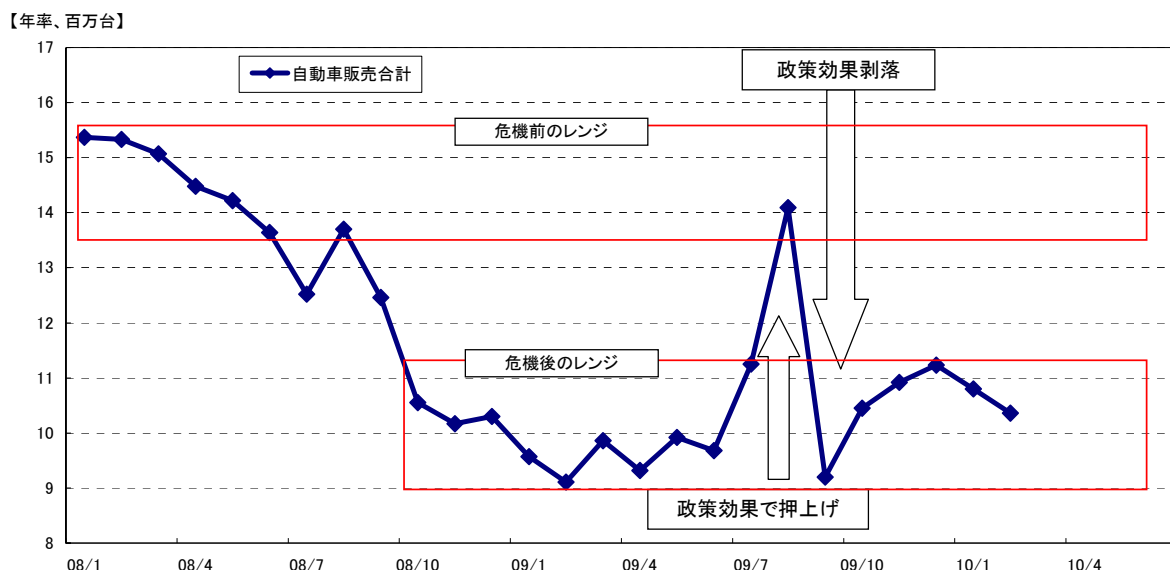
図表6：米国製造業 在庫循環（生産在庫サイクル）



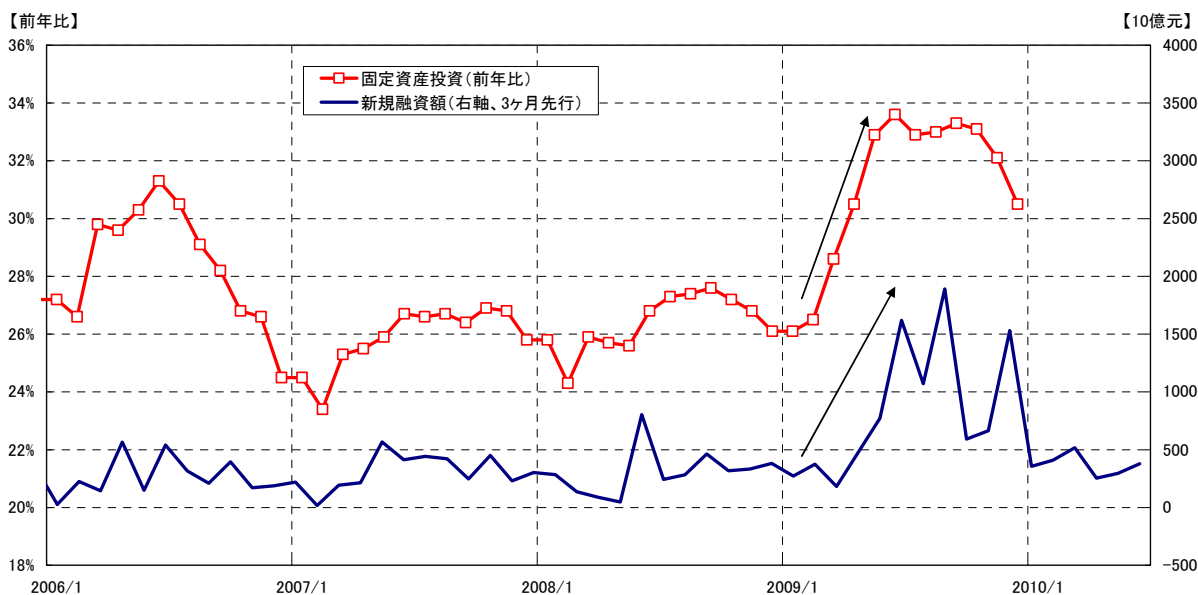
(出所：Bloombergより三菱UFJ信託銀行作成)



図表7：米国自動車販売



図表8：中国の新規融資と固定資産投資



## (2) 構造要因

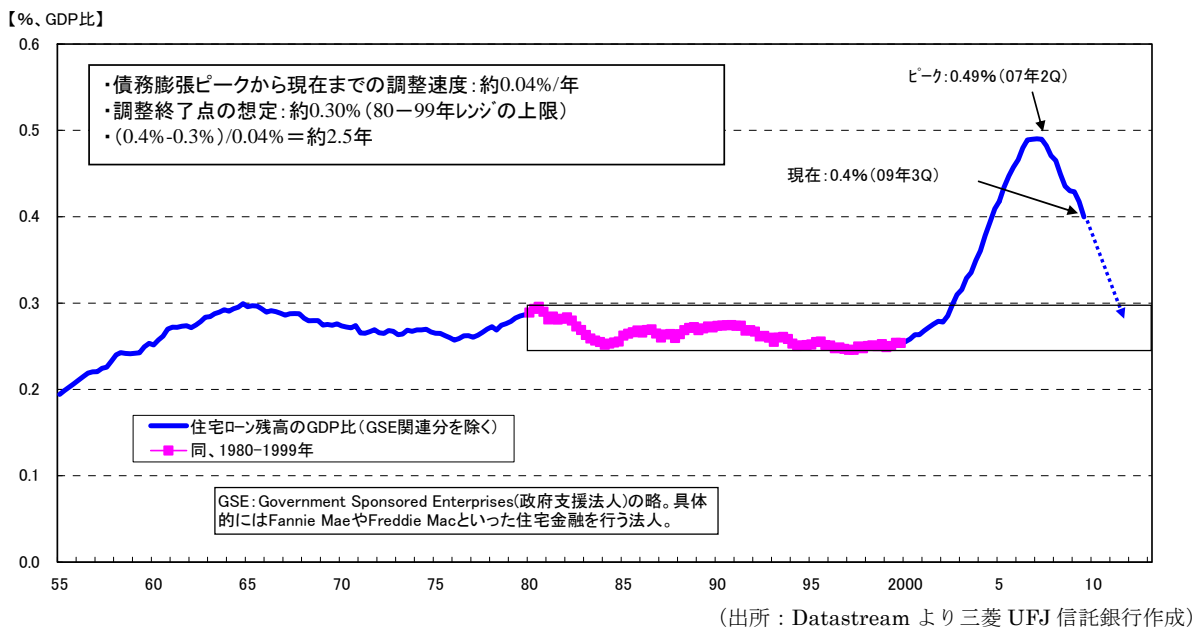
### ①米国構造問題：家計のバランスシート調整

需要喚起策等の効果で製造業部門が大きくリバウンドした一方、財政政策の直接的な恩恵を受けられなかった家計の消費は低迷が続いた。

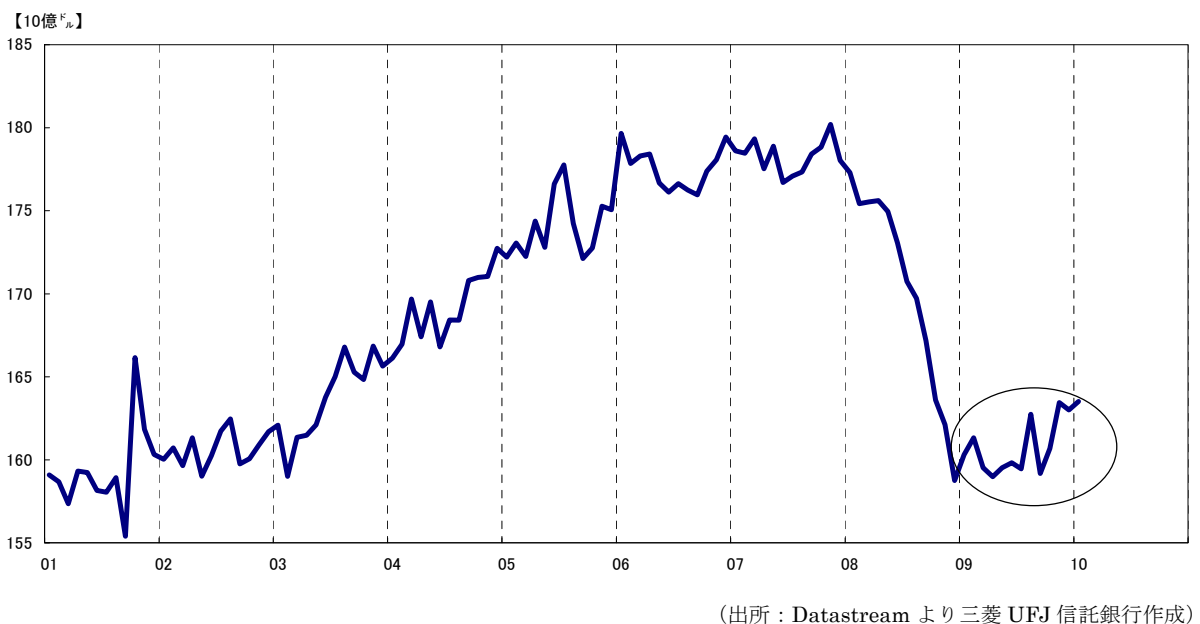
金融危機前の世界経済を牽引したのは、欧米、特に米国の家計による過剰消費で

あったが、危機発生後は住宅価格や株価などの値下がりにより家計のバランスシートが毀損、借金返済の必要に迫られ過剰消費の継続が不可能となり、現在もその調整過程が続いている。図表9は米国家計の住宅ローン（民間金融機関からの借り入れ）の拡大とその調整を示している。2009年度はこの調整過程の真っ只中にあり、消費が低迷した一年であった（図表10参照）。

図表9：米国家計の債務調整（住宅ローン）



図表10：米国の消費（実質小売売上）

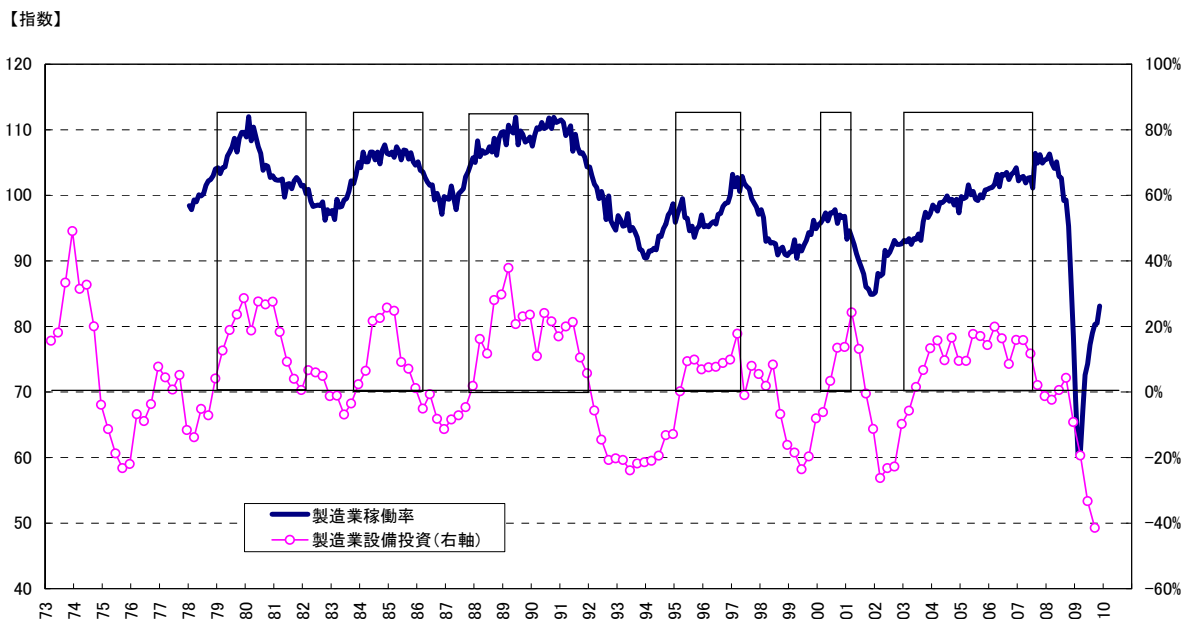


## ② 日本の構造問題：設備投資調整

金融危機前の日本では、欧米の過剰消費を背景とした輸出需要を満たすために設備投資を拡大してきた。しかし、金融危機で過剰消費の継続が不可能となり需要が大きく落ち込んだため、結果として過剰な設備を抱えることとなった。

2009年度は需要に合わせたレベルまで設備を削減する必要に迫られ、図表11が示すように設備投資の大幅な削減が続くこととなった。設備稼働率は過去最低水準まで落ち込んだ後、足元では反発の動きとなっているが、依然ショック前の8割程度の水準に留まっており、新たな設備投資を誘発する水準からは程遠い状況にある。

図表 11：日本の設備投資調整と設備稼働率



(出所：INDBより三菱UFJ信託銀行作成)

## 2. 今後の想定

次に、前章で述べたポリシーミックスの変化という視点を加味した上で、2010年度の循環及び構造要因がどのように変化するかを考え、経済全体の動きを想定してみたい。

### (1) 循環要因

前段で述べたように、2009年度は先進国の財政政策や新興国の金融政策に支えられて在庫調整が進展し大幅な反発を見せた後、足元では一巡感がみられる状

況にある。

今後を予想するにあたり、まず財政政策の出口に向けた動きが経済に及ぼす影響を考える。総じて言えることは、足元までの政策対応の結果として拡大した財政赤字をこれ以上膨らますことは困難な状況になっているということである。主要先進国では、財政赤字の拡大を抑えつつ中身を変化させていく、つまり需要喚起策から家計の所得を支援する政策へとシフトしていくことが想定される。

前章で言及したように今年度は主要先進国で選挙が行われることもあり、税金の負担者と財政政策の受益者のミスマッチが発生している状態を継続することは難しく、財政政策が家計を受益者としたものに変化する可能性は高い。

次節で触れるが、政策の変化は中長期的には経済に対してポジティブな影響を及ぼす。しかし、昨年と同様の需要喚起策の継続実施が期待出来なくなるため、1年という時間軸で見た場合は経済に対するサポート力は弱くなり、結果として循環を下押しすることが想定される。

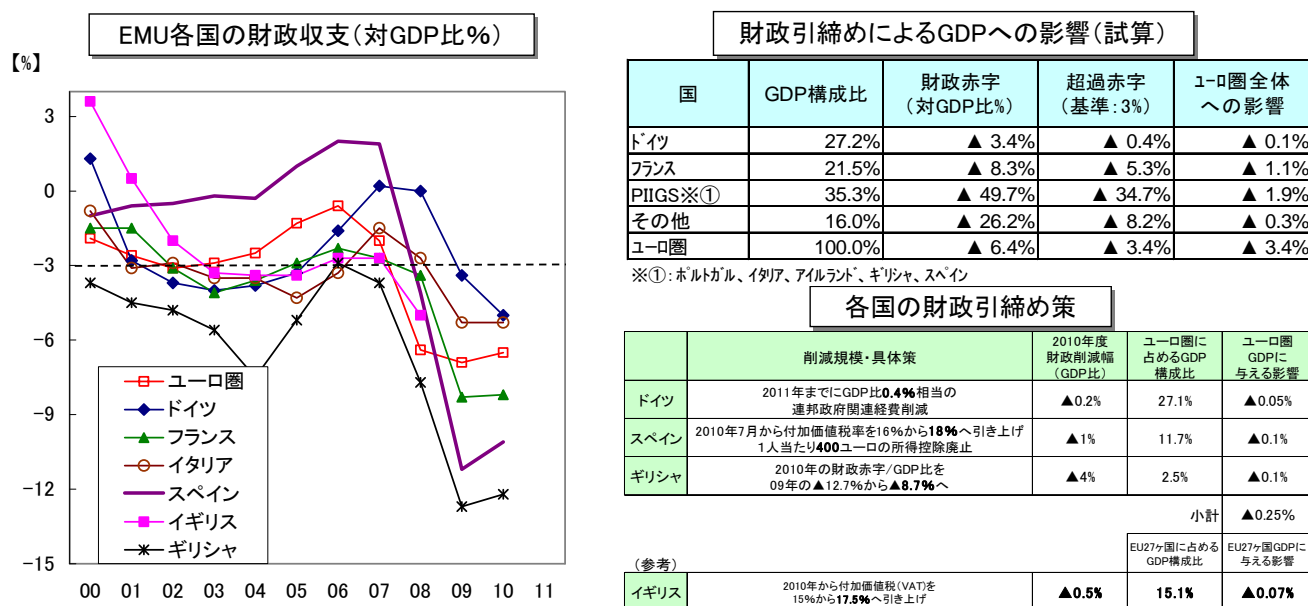
また、財政政策の出口に向けた動きとしては、ギリシャに代表される欧州諸国のソブリンリスクも忘れてはならない。ギリシャのように経済の実力と比べて財政赤字が過大になった国に対しては財政再建を求める圧力が高まっており、今後同様の動きが他国にも拡大する可能性が高い。

景気の足腰が弱い中で本格的な緊縮財政政策が実施される可能性は低いが、支出の総額は抑制される可能性が高いため、財政政策による景気の拡大を見込むことは出来ないだろう。

図表 12 はユーロ圏各国の財政状況と、財政引締めを行った場合の経済への影響の試算を示したものである。各国とも昨年までの積極的な財政支出で、マーストリヒト条約に定められた財政赤字の上限である名目 GDP 比 3% を大幅に超過している。

既に発表されている財政引締め策が全て実施された場合、ユーロ圏の経済を 0.25% 程度押し下げることになり、また、全ての国がマーストリヒト条約で定められた水準までの引締めを 1 年で行った場合、下押し幅は 3.4% 程度となる。現実の数値はこの間になると考えられるため、経済を再び危機直後の水準まで悪化させることは無いにしても、景気を下押しする圧力として作用すると考えておく必要はあろう。

図表 12：ユーロ圏各国の財政収支と財政引締めへの経済への影響



(出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成)

次に金融政策の出口に向けた動きが経済に及ぼす影響を考える。本章で述べてきたように、先進国の経済は未だ足腰の弱い状況が続いており、利上げを出来るような状況には無いため、経済を下押しする方向に作用する可能性は低い。

一方で、新興国においては、昨年来の緩和的政策を受けて一部でバブル的な資産価格の上昇が発生しており、中国では既に金融政策が引締めスタンスへと変化した。このため、先進国経済を外需という形で支えてきた中国の需要は、2010年度については金融引締め効果の波及とともに小幅ながらも減速が想定される。

以上、財政と金融の出口戦略が経済に及ぼす影響をまとめると、2010年度は財政政策の効果が徐々に剥落し、更に金融政策が循環的に経済を押し上げる力も弱まってくる1年になることが想定される。

また、今後の動きを景気循環のサイクル面から考えても、減速シナリオには信憑性がある。足元は2008年末のボトムから14ヵ月程度が経過しており、既にボトムからボトムまでのサイクルの中間点を通過しているため、2010年度は下向きのサイクルに入る可能性が高い(図表6参照)。

## (2) 構造要因

## ① 米国の構造問題：家計のバランスシート調整

前章でも述べたとおり、2010年度は家計が財政政策の支援をより得やすくなると考えられる。既にオバマ政権が新たな雇用対策を実施する姿勢を見せているが、このような政策が雇用や所得をサポートすることで、債務返済に行き詰まる家計が減り、着実に債務調整が進展することが想定される。そのため米国の構造問題は改善がみられる可能性が高い。

但し、バランスシート調整は一朝一夕に解決する問題ではないため、短期的に経済を押し上げる力は限定されることが想定される。図表9に示したとおり、米国家計のバランスシート調整は一定程度進捗したものの、過去の平均的な水準までは依然距離を残しており、今後も債務の返済とそれに伴う消費の低迷は続くであろう。

結果として、米国家計のバランスシート調整については、問題自体は引き続き残存する一方、緩やかながらも改善がみられる1年になると考えられる。

## ② 日本の構造問題：設備投資調整

米国の構造調整圧力の緩やかな改善を受け、日本の設備投資調整も緩やかながら悪化度合いは緩和するであろう。但し、過去の経験則からは、設備投資がプラスに転じるには最終需要の本格的な拡大が必要であり、更なる拡大後に稼働率の上昇を経て設備投資が誘発されるまでは半年から1年程度のラグが存在することが分かる。

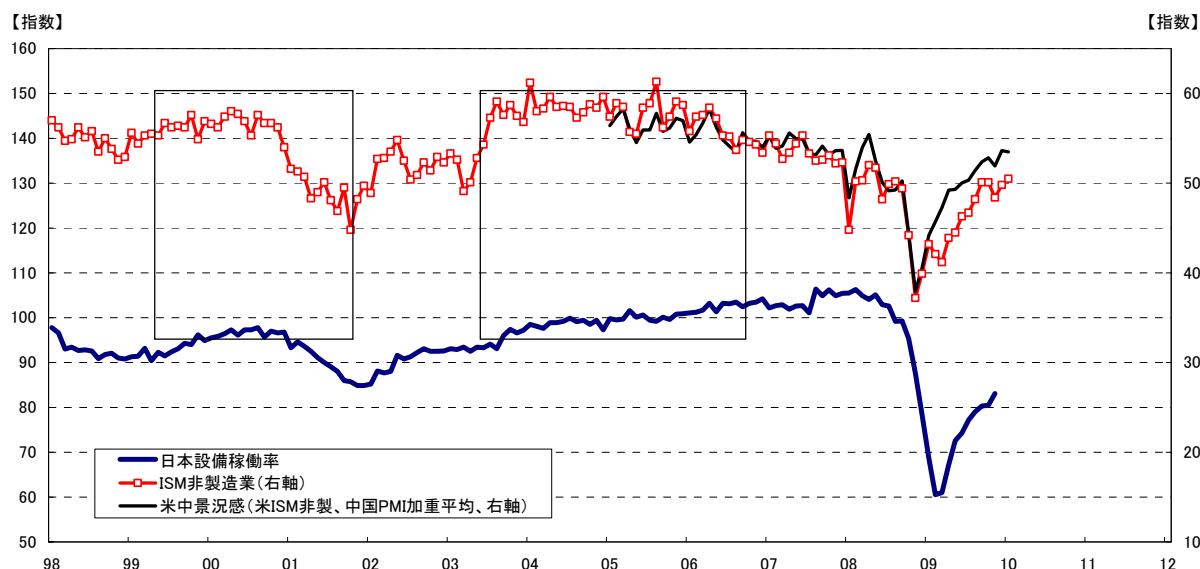
図表11に示されているとおり、設備投資が誘発されるには稼働率が指数ベースで95程度まで上昇する必要があるため、そのためには設備削減の進捗に加え、外需の水準回復が必要である。

日本の主要輸出先は米国と中国だが、足元は米国の需要を失った状況であり、今後を占う上ではその戻りが鍵となる。米国経済はサービス業の比率が高いため、需要のレベルは非製造業の景況感で判断することが可能である。図表13にあるように、設備稼働率が設備投資を誘発するレベルまで上昇するには、米国の需要が景気拡大期のレベル（ISM非製造業景況感指数で55程度）まで上昇してから暫く時間が必要であることが見てとれる。

2010年度は米国家計のバランスシート調整圧力が緩やかながら緩和するため、最終需要のレベルは小幅ながら改善に向かう可能性がある。但し、先進国の需

要は財政政策からの出口を意識した動きの中で需要喚起政策の効果が剥落し、新興国の需要は金融政策の出口に向けた動きの中で減速することが予想される。そのため、米中合算で考えても設備投資を誘発するレベルまでの最終需要の回復は見込めない。従って日本の設備投資は、引き続き調整圧力が残る中で悪化ペースが徐々に緩和する展開になると考えられる。

図表 13：日本の設備稼働率と最終需要のレベル



(出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成)

### 3. 結論

以上のように、2010年度のポリシーミックスの変化は、構造調整圧力を緩やかながら緩和するものの、同時に循環的に経済を押し上げる力を弱める方向に作用すると考えられる。結果として、経済全体の動きは構造と循環の綱引きで踊り場局面を迎えることが想定される。

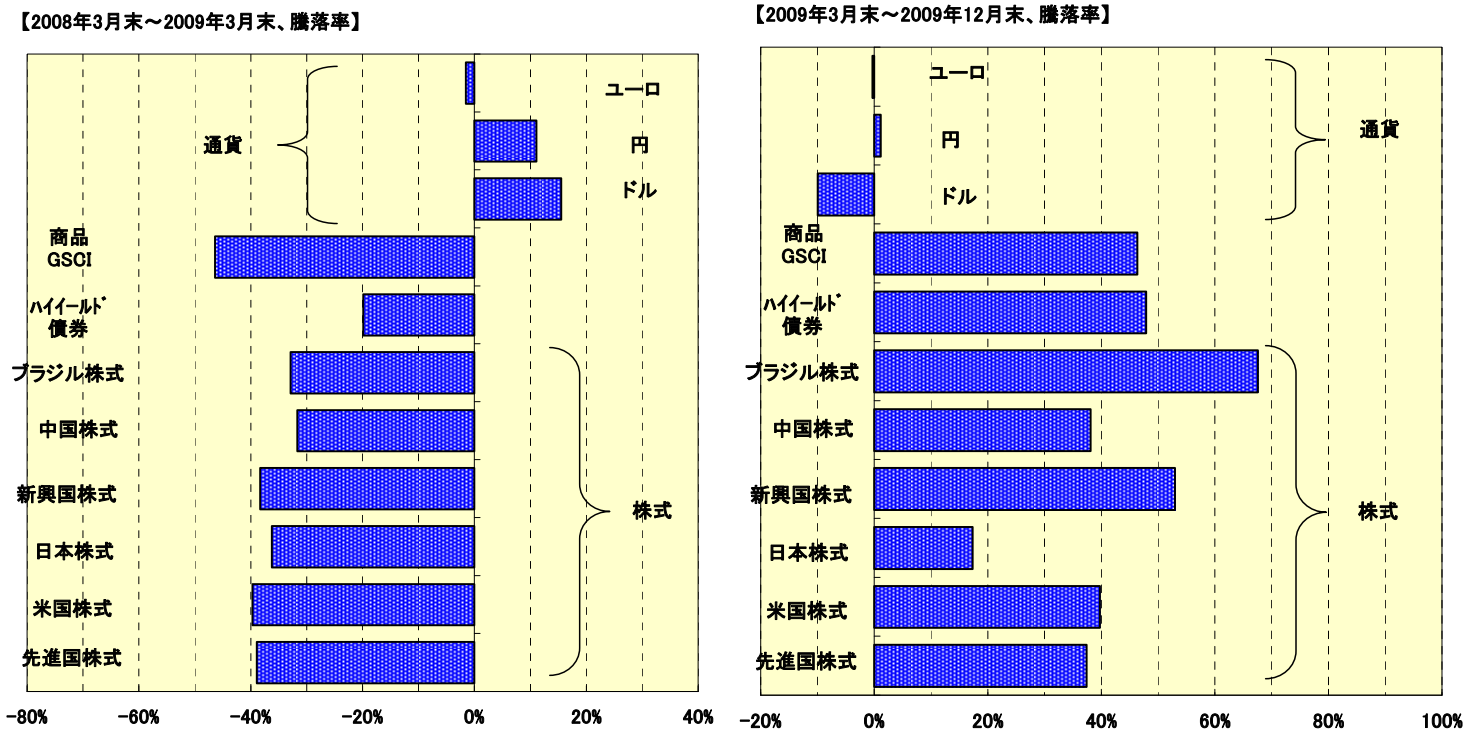
V. 市場環境の見方

1. 2009年度の市場変動要因

2009年度の市場環境は、2008年度に大きく下落していたリスク資産が大幅に反発するリカバリートレードの展開となった。以下では、リスク資産の大幅な反発の背景と特徴について俯瞰する。

始めに 2009年度の市場環境の全般的な特徴としては、①株式やハイイールド債等、高リスク資産価格の急速な回復、②ドルの全面安、③新興国資産が先進国資産をアウトパフォーム、が見られたことである（図表14）。これは、一連の金融危機政策や景気対策を背景に金融市場が徐々に落ち着きを取り戻す中、それまで安全資産（各国の国債や短期ドル資産）に逃避したマネーが急速にリスク資産に戻ったことが背景にある。また、資金の振り向け先としては、先進国に比べて景気の立ち上がり早い新興国中心となった結果、アジアや中南米等の株式市場が先進国株式以上に上昇し、通貨でも、新興国や資源国通貨が上昇した。

図表 14 : 2008年度騰落率（左）と2009年騰落率（右）



(出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成)

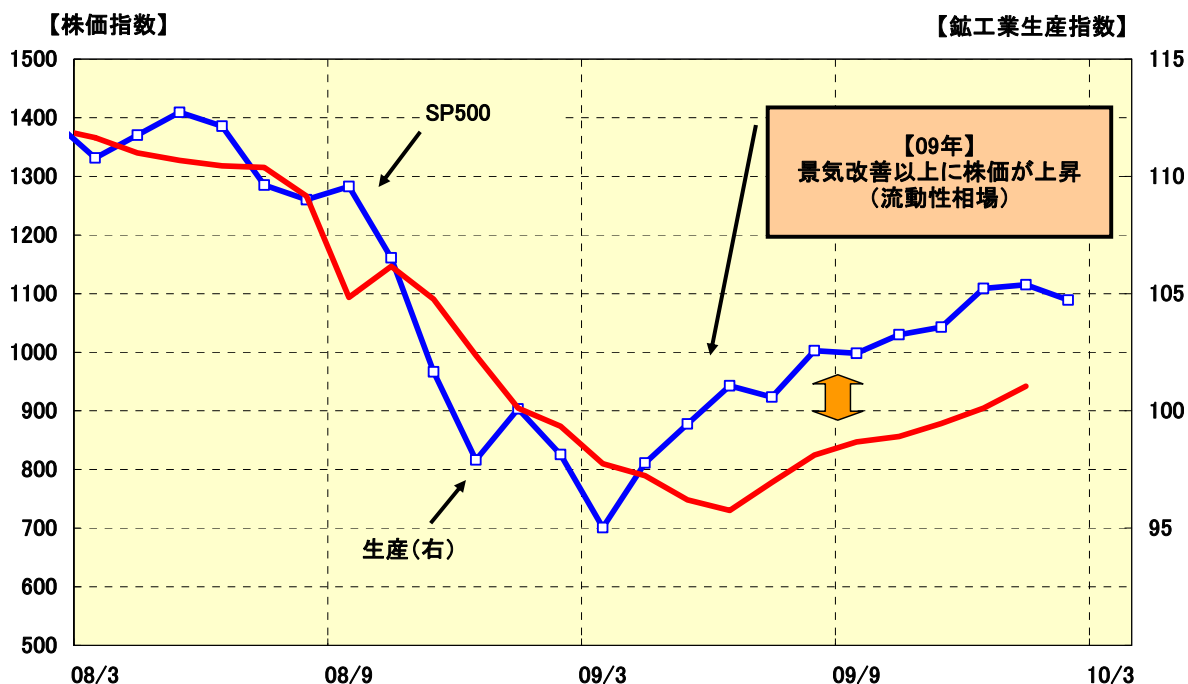


続いて、リスク資産の変動要因の特徴としては、リスク資産の価格がベースとなる企業業績等のファンダメンタルズ以上に押し上げられたことが挙げられる（図表 15）。このような状況は、「流動性相場」と呼ばれており、以下でその背景について整理する。

リスク資産価格のファンダメンタルズからの乖離が生じた原因は、リーマンショック以降の世界的に取られた大規模な金融危機対応であったと考えられる。各国中央銀行は、金融危機対応として、大規模な信用拡大策（国債や住宅関連証券等の買い入れ、債務保証等）を行ってきた。この結果、金融システムへの不安感が和らぎ、不足していた金融機関や投資家の手元流動性が急速に回復、各国の大規模な景気対策による景気持ち直しも加わり、流動性資金が急速にリスク資産へと流入した。その後は、景気改善や金融市場が落ち着きを取り戻す中でも信用拡大対策が継続されたため、過剰な流動性が増加し、更に金融市場に流れこむこととなった。このように、リスク資産に投資される資金（リスクマネー）が政策対応により急速に膨張した結果、リスク資産の価格がファンダメンタルズ以上に上昇したと考えられる。

以上の通り、今年の市場動向は、金融危機後の政策対応と、その結果生じたリスクマネーの膨張が金融市場の変動に大きく影響した1年であった。

図表 15：景気（鉱工業生産）と株価動向（S&P500）



(出所：Datastream より三菱UFJ信託銀行作成)

## 2. 2010年度の投資環境について

次に、今後の投資環境についてリスク資産の動向という観点から現時点での考え方を示す。現在、リスク資産動向を規定するポイントとして2点に注目している。まず第一は、リスク資産の本源的価値となる「ファンダメンタルズ動向」である。つづいて第二は、昨年みられたような、「リスクマネーの動向」である。

第一のファンダメンタルズについては、2010年度は先進国における財政政策の出口や新興国における金融政策の出口が具体化する時期を迎えることで景気はやや勢いを失い踊り場局面を迎えることが想定される。従って、景気本格回復局面でみられる力強い業績主導の相場上昇の可能性は想定しにくい。ゆえに、昨年に引き続き、リスクマネーの動向が市場の主要な変動要因となることが想定され、その行方は、昨年来の主要国の政策がどのように変化するか依存することとなる。

## 3. ポリシーミックスの変化に伴うリスクマネーの動向

続いて、リスクマネーの流れや規模に影響を及ぼす要因について検討し、今後想定されるポリシーミックスの変化を前提にリスクマネー動向がどのように変化するか考えてみたい。リスクマネーの動向に影響を及ぼす要因としては、①中央銀行の金融政策、②金融機関の行動（資金の増幅）、③投資家のリスク許容度が考えられる。以下この3点について今後の動向を論じてみたい。

まず、1点目の中央銀行の金融政策については、米国FRBの出口戦略が重要となる。08年以降にみられたFRBの流動性供給・信用緩和政策は金融システム懸念・信用不安の後退で、不必要となった各種信用補完策を徐々に縮小し始めており、流動性回収局面を迎えている。この結果、2010年度は昨年と一転して金融市場に流通するドル流動性が縮小することが想定される（図表17）。

続いて、2点目のマネーを増幅させる経済主体である金融機関の行動であるが、これは金融規制緩和からの出口戦略がポイントとなる（図表16）。

今般の金融規制強化の動きについては、金融危機の再燃防止という点もさることながら、2010年度は米国、日本、英国といった主要先進国で選挙の年ということが影響すると考えられる。最近では欧米で救済された金融機関の高額報酬が厳しい批判を浴びるなど、選挙を控えた政権では、国民不満の解消、すなわち市場（金融機関）と国民感情とのギャップを埋める作業に拍車がかかることが想定される。

金融規制の修正局面では、規模拡大による収益拡大路線を突き進んできた金融機関のリスクテイク姿勢が抑制されることは必至であり、流動性を増幅させる金融機関の行動は期待し難い（図表 17）。

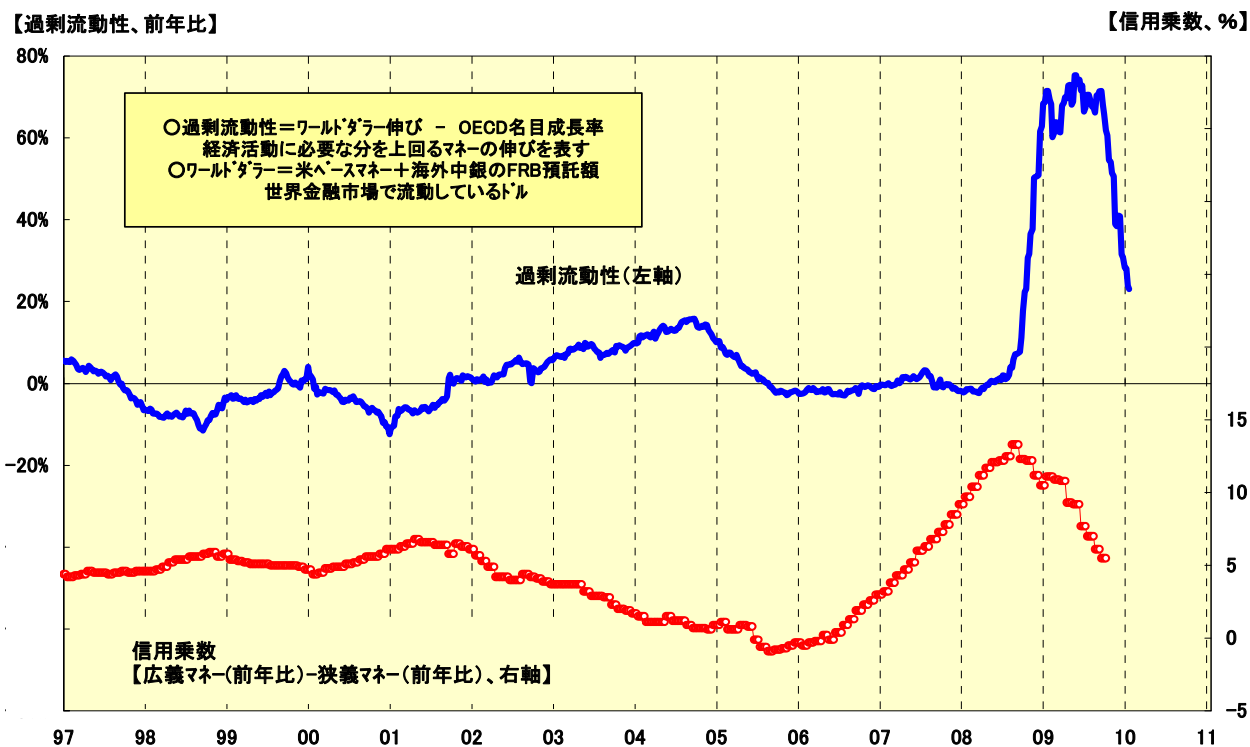
図表 16：金融規制の内容

|          | バーゼル規制           | ボルカー・ルール       |
|----------|------------------|----------------|
| ポイント     | 自己資本の量・質拡充       | 事業範囲・規模の制限     |
| 目的       | 金融危機における損失吸収力の向上 | 金融システム危機コストの軽減 |
| 金融機関への影響 | 資産圧縮・リスク量削減      |                |

※ バーゼル規制・・・2009年12月18日にバーゼル銀行監督委員会が自己資本および流動性の規制強化に係る市中協議案を発表

(出所：各種報道より三菱 UFJ 信託銀行作成)

図表 17：金融政策（過剰流動性）と金融機関行動（信用乗数）



(出所：Datastream より三菱 UFJ 信託銀行作成)

最後に、3点目の投資家のリスク許容度については、マクロ環境がポイントとなる。これまでに説明した通り、先進国においては、依然、内需に構造調整圧力が残存するなかで財政拡張政策からの出口が模索されるため、景気改善には一巡感が生じやすい。また、2009年に新興国景気を押し上げた金融緩和政策も、ここもとの不動産市況の高騰やインフレ懸念の台頭を背景に、出口戦略の実施段階へと突入しており、新興国でも景気モメンタムの鈍化が見込まれる。このように、2010年度は先進国・新興国ともに、財政拡張・金融緩和からの出口というポリシーミックスの変化とそれに伴う先行き不透明感が高まり易く、投資家のリスクテイク姿勢は昨年よりも低下すると想定される。

#### 4. 結論

以上、リスクマネー動向に影響を及ぼす3要因をみてきたが、2010年度は2009年度から変化すると見込まれ、いずれもリスクマネーの拡大を制限する方向に作用することからリスク資産の本源的価値からの乖離は縮小していくとみられる。一方、主要国経済での構造調整圧力が緩和し、景気の自律的な回復を背景にした持続的な業績拡大は2011年度以降にズレ込むと考えられる。このため、2010年度は、実体以上にリスク資産が上昇した2009年度の「流動性相場」と異なり、ファンダメンタルズ動向に収斂する展開が想定される。

(2010年3月3日記)

## 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）