

相場格言で「うさぎは跳ねる」といわれる卯年の2011年がいよいよ始まるが、昨年初めのグローバル経済のテーマは2つあった。1つ目は、リーマンショック以降の財政拡張の影響で財政赤字が拡大し、公的債務問題の高まりから予算制約を受けていた財政政策の行方であった。2つ目は、金融危機対応で拡張した流動性や信用緩和策の是正、つまり出口を模索する金融政策の動向であった。そして、この財政・金融政策の方向性は、少なくとも、株式市場等のリスク資産に対し追い風とはならない、と考えられていた。

実際、10年前半は、財政悪化をきっかけにギリシャを中心とする欧州周縁国のソブリン債務に対する信用不安の高まりがみられた。また、中国等の新興国では利上げや預金準備率の引き上げ等、流動性管理が強まり、資産価格が調整する場面もみられた。さらに、米国では、春先まで政策効果による景気改善期待が拡大したものの、政策効果の剥落とともに、景気の二番底懸念やデフレ懸念が顕在化することとなった。このように年半ばまでは、年初想定されたテーマが実現する中、リスク資産は弱含みの展開となった(図1)。

この環境下、出口を模索する金融政策の軌道修正を図り、再び入口に戻った政策当局があった。FRBである。FRBは財政出動による景気サポートが限定的となる中、景気の二番底やデフレを懸念し、再び金融緩和へ舵を切ったのである。この政策決定は、夏場以降のリスク資産動向に大きな影響を与えた。金融市場では、追加金融緩和への期待からドル安が進展した。また、新興国は高成長のもとでインフレリスクを警戒する必要に迫られたため、経済の安定成長を目指し、バランスをとりつつ金融政策を引締め気味に運営することとなった。この結果、米国発の低コスト資本が高成長・高利回りを求め、新興国の株式・債券に流入し、株式・債券ともに上昇した(図2)。国際金融協会の予測によると、10年の新興国への資金純流入額は前年の5814億ドルから4割増加の8250億ドルに拡大している。

それでは、11年のリスク資産動向を見通す上で、夏場以降顕著となった先進国の金融緩和、新興国の金融引き締めという政策運営が今後も継続し、高利回りを求めてグローバルマネーが新興国へ流入し続けるのか、という点について考えたい。

まず始めに、新興国のファンダメンタルズの代理変数として物価指数をみていく。中国等のインフレ率は、過剰流動性や天候要因を背景に食料品価格を主因に上昇傾向にある。また、すでに需要面でのデフレギャップが解消している国では、旺盛な内需拡大により、食料品・エネルギー価格上昇の影響が他品目に浸透していくことも想定される。この結果、相対的に所得水準の低い新興国ではインフレが社会・政治問題に発展する恐れがある。したがって、新興国ではこれまで実質金利を低位に維持し景気への影響を最小限にすべく、バランスの取れた金融政策を展開してきたが、11年は一段の金融引き締めが実施され、景気改善モメンタムが鈍化し同時に資金流入のペースも鈍化する可能性がある(図3)。

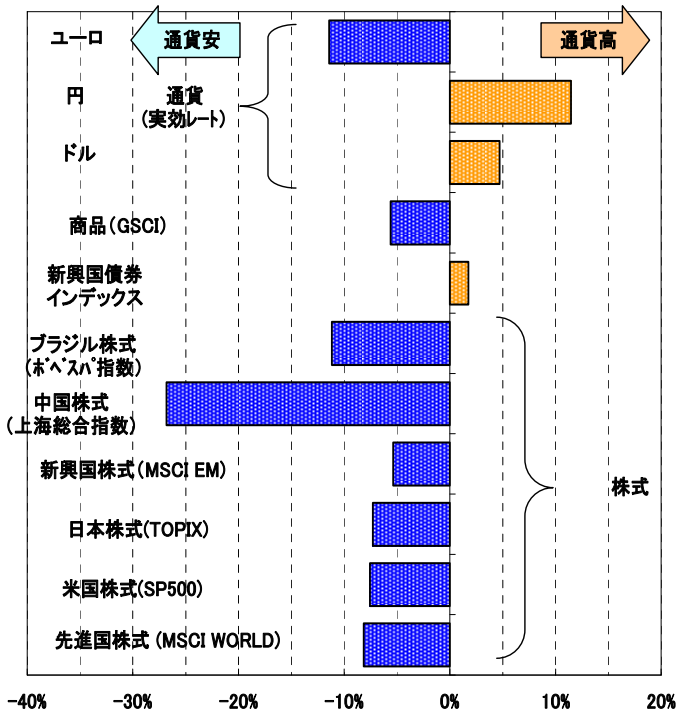
続いて、先進国サイド、ここでは米国の状況をみていく。米国では夏場以降の金融緩和を背景に資産価格が上昇したことで消費者マインドに改善の兆しがみられ、夏場に高まった景気の二番底懸念は杞憂のものとなった。また、中間選挙で大敗したオバマ大統領は、12年の大統領選での再選を目指し、共和党に歩み寄る姿勢を見せ、大型所得税減税(ブッシュ減税)の延長を実現させるとともに、失業保険給付延長、勤労者給与税の引き下げ等、財政の再出動により景気下振れ回避を狙う姿勢を鮮明にしている。このように、昨年初のテーマであった予算制約下の財政政策は変化の兆しがみられ始めており、今後、金融緩和スタンスにも変化が生じる可能性がある。

以上、新興国・先進国の11年の金融・財政政策は、足元見られている変化が継続し、新興国への資金流入が鈍化することが想定される。その局面で、マネーは先進国内で循環し、中でも昨年に出遅れの目立った日本株式への資金流入が見込まれる(図4)。ただ、このシナリオは、新興国・先進国両サイドでの金融・財政政策の軌道修正の継続が条件となる。軌道に変化が生じなければ、金融市場では新興国への資金流入が継続し、新興国バブルの確度が高まることになる。このように、11年のリスク資産動向を予測する上では、グローバルマネーに焦点を当てるとともに、その行方を規定する新興国・先進国での財政・金融政策の変化に注目していきたいと考えている。

(2010年12月21日記)

図1：10年前半の市場動向

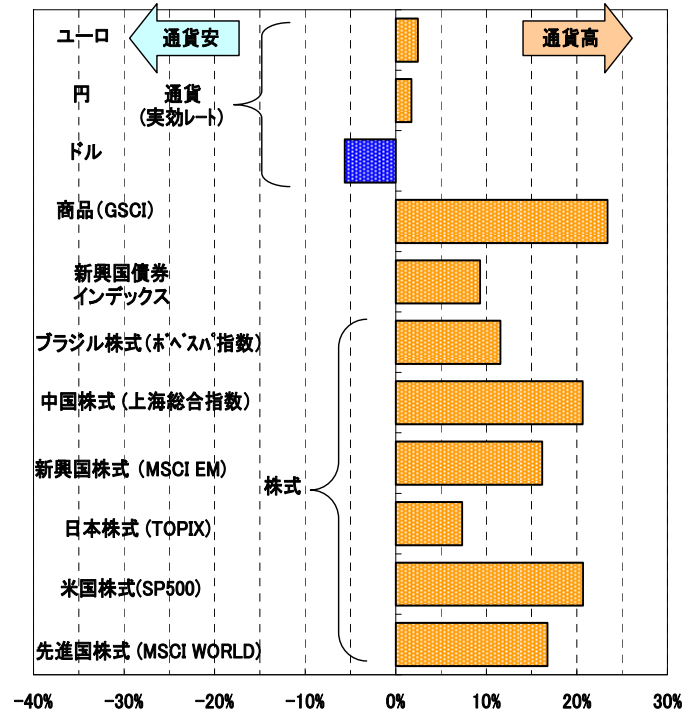
【2009年12月末～2010年6月末、騰落率】



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図2：10年後半の市場動向

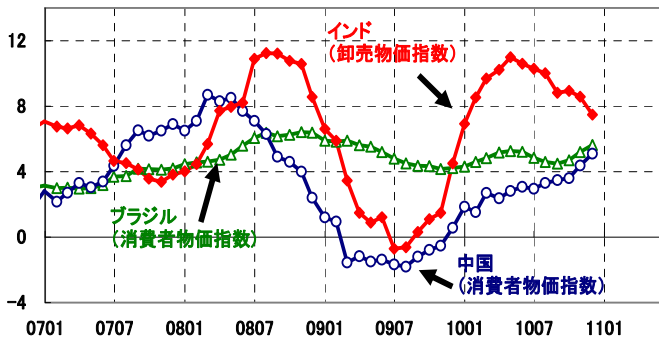
【2010年6月末～2010年12月17日、騰落率】



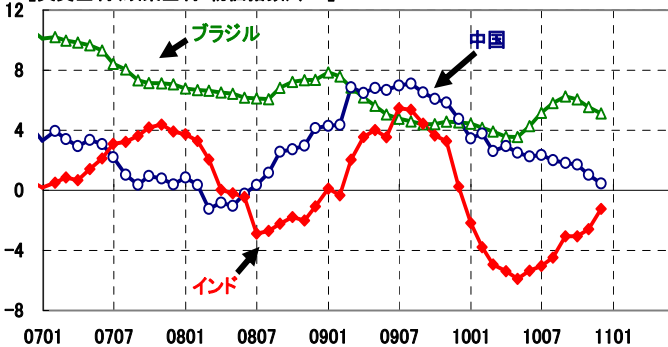
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図3：物価指数と実質金利

【物価指数(前年比)、%】



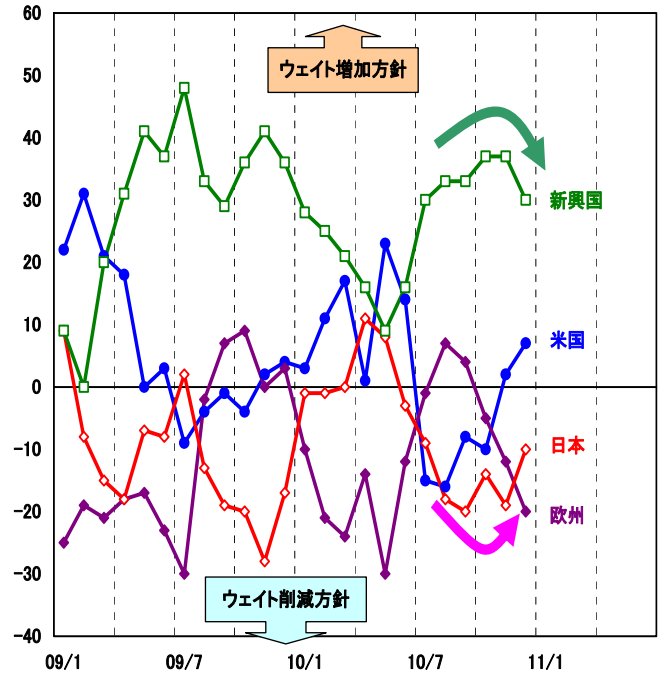
【実質金利(政策金利-物価指数)、%】



出所：Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

図4：株式アロケーション計画

【今後12ヶ月間の株式アロケーション計画  
回答比率:「増やす」-「減らす」】



出所：BofA Merrill Lynch アロケーション調査より三菱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）