

2011 年度の投資環境 ～本格回復に向け残された課題～

目 次

- I. はじめに
- II. 現在のグローバル投資環境の位置付け
- III. 金融危機からの立ち直り過程における投資環境認識の変化
- IV. マクロ環境の現状と今後の焦点
- V. 市場環境の現状と今後の焦点
- VI. おわりに

投資企画部 運用戦略 G グループマネージャー 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

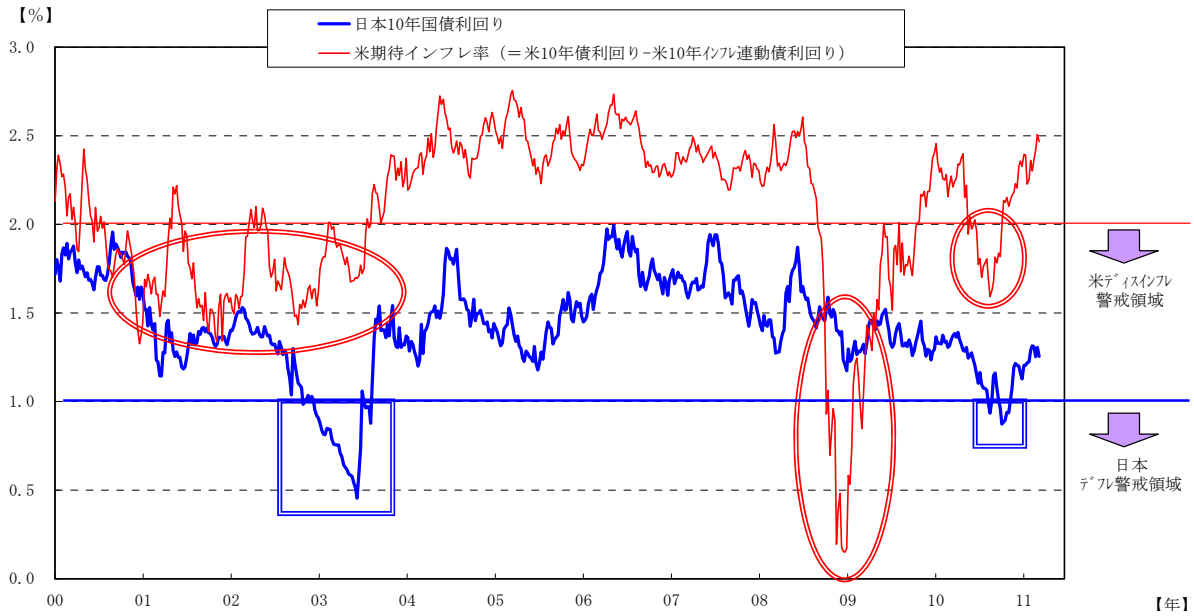
I. はじめに¹

2010 年度半ば以降、グローバルにマクロ・市場環境は改善の動きが優勢となってきた²。マクロ環境では 2010 年度前半まで先進国で根強く残っていたデフレ化³への警戒は大きく後退し（図表 1）、グローバル需要は底堅さを増している。また、グローバル株式（先進国）市場では、株価は 2009 年の V 字回復に続く 2010 年の踊り場を経て、2011 年年初から新たな上昇トレンド入りを模索する動きを続けていた⁴。一方、新興国市場に目を移すと状況は一変する。昨年までの堅調なパフォーマンスが反転するとともに、新興国への投資資金減少もあり地域・国によるバラツキが低下しており（図表 2）、これまでのような新興国⇨高成長、高パフォーマンスといった単純な考え方は通用しなくなっている。金融危機以降の市場の動きを規定してきた最大の要因が政策対応（ポリシーミックス）であったことは明らかであるが、拡張的な財政政策や緩和的な金融政策は 2010 年度に実現しなかった通常モードへの転換が視野に入りつつあり、今後は徐々にその役割が縮小し、平常化を目指していくことが考えられる。

- 1 . 本資料は弊社受託財産部門における考え方を記述している。
- 2 . 3/11 に日本で発生した東北地区太平洋沖大震災の影響については、情勢は流動的であり、日本については別途検討する必要が生じている。
- 3 . 昨年夏頃には 90 年代以降の日本のデフレ進行の経験を揶揄した“日本化”との表現も多くみられた。
- 4 . 日本の大震災の影響もあり、足下では上昇トレンド模索の動きは一旦頓挫した形。

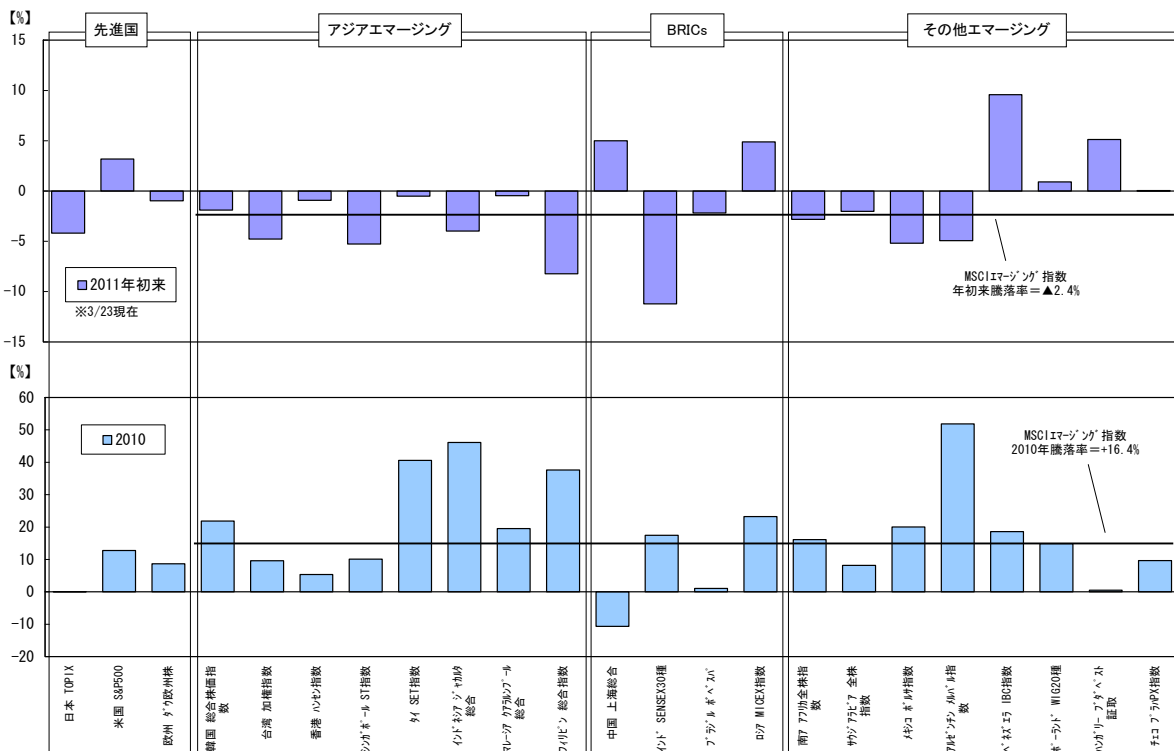
そもそも金融危機の後遺症や後処理が続く一方、年初来続いていた投資環境の好転が持続可能であると断言するのは時期尚早であるとともに躊躇せざるを得ない。むしろ、現在市場で起きている投資環境の変化を把握し、その底流に流れるトレンドを見極め、新たな市場の焦点を検証することが次なる市場判断の一助となる。

図表 1 : インフレ期待の状況



(出所 : Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成)

図表 2 : 2010年と2011年の株価パフォーマンス



(出所 : Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成)

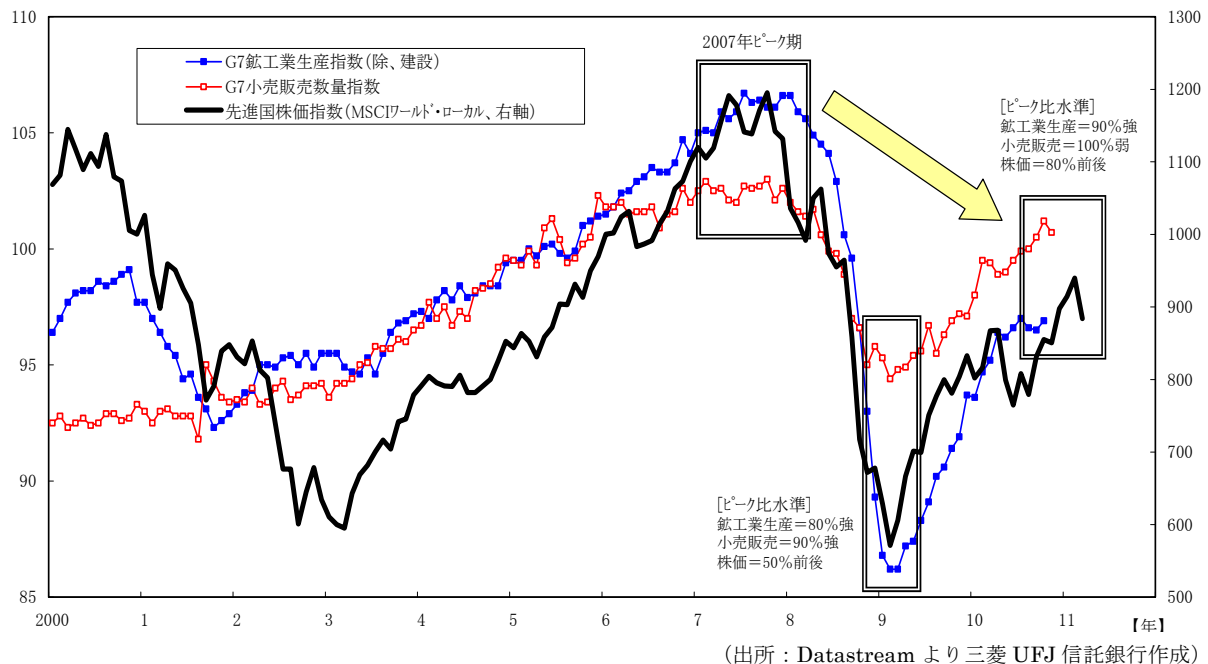
以上の観点から、本編では 2011 年度の投資環境を想定するに当たり、単なる見通しではなく、投資環境の好転が持続する条件は何か、市場が本格的な回復局面に入るために解決しなければならない課題は何か、という点から、弊社の考え方を簡単にご紹介する

Ⅱ. 現在の投資環境の位置付け

1. 8割経済の克服と株価の上値抜け

足下まで様々な問題を抱えつつも明るさを増してきたグローバル投資環境であるが、現状が金融危機以前と比較してどの程度回復したのかを見たのが図表3である。先進国では、金融危機後の落ち込みが一時、小売販売で1割、生産活動で2割、株価で5割に達する大幅なものとなったが、その後の大規模かつ断続的な政策発動により、足下水準は小売販売でほぼ10割、生産活動で9割、株価で8割まで回復している。また、回復ペースはITバブル崩壊後の2003～2006年頃と比較しても急ピッチであり、今回の景気持ち直し局面で大胆に実施された政策の役割が如何に大きかったかが分かる。

図表3：投資環境の好転度合い



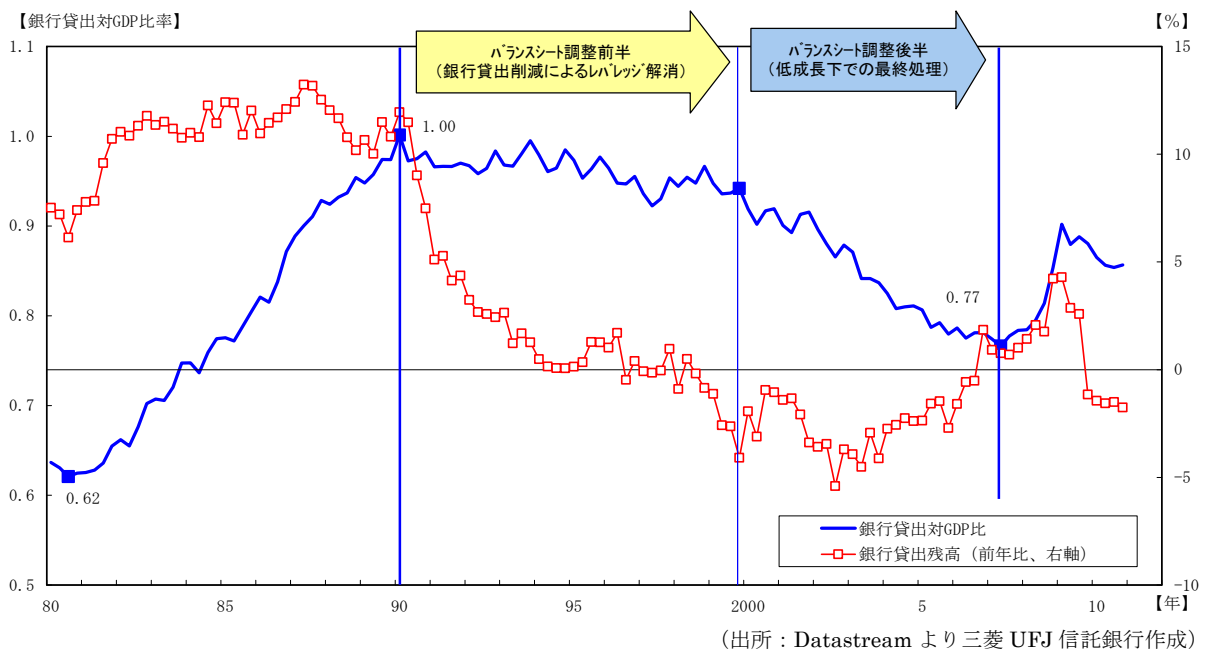
2. 構造調整圧力の後退

現在、グローバル景気持ち直しの足取りは底堅さを増しているが、この背景には金融危機を契機に大きな重石となってきた構造問題、すなわち家計を中心とする過大な債務解消への取り組み（いわゆるバランスシート調整）の着実な進展がある。金融危機後、

グローバルにデレバレッジ（債務削減）の動きが大きな潮流となり、特に米国ではモーゲージ（住宅信用）市場での過大な信用供与の解消が家計や雇用市場を圧迫してきた。そして、構造調整圧力が強い間は、たとえ政策により需要が追加されたとしても循環的な景気改善の動きには繋がりにくい。

足下の景気改善の動きは、従来考えてきた構造問題による調整圧力が徐々に緩和するとともに、循環的な景気改善の動きが顕在化しやすい環境が整ってきたことを示唆している。この点、バランスシート調整という観点で参考になる90年代以降の日本の例をみたのが図表4である。日本の場合、構造調整の期間は長期に及んだが、その調整終了までの期間は2局面に分割できる。まず調整前半の90年代であるが、レバレッジ解消とともに銀行貸出の伸びが急速に低下し、対GDPで貸出規模はほぼ横這いで推移している。そして、2000年以降の後半局面では、低成長下で債務の最終処理が進展し、対GDPでの貸出規模の低下と並行して、貸出の伸びは徐々にボトムアウトしている。

図表4：日本の構造調整の推移

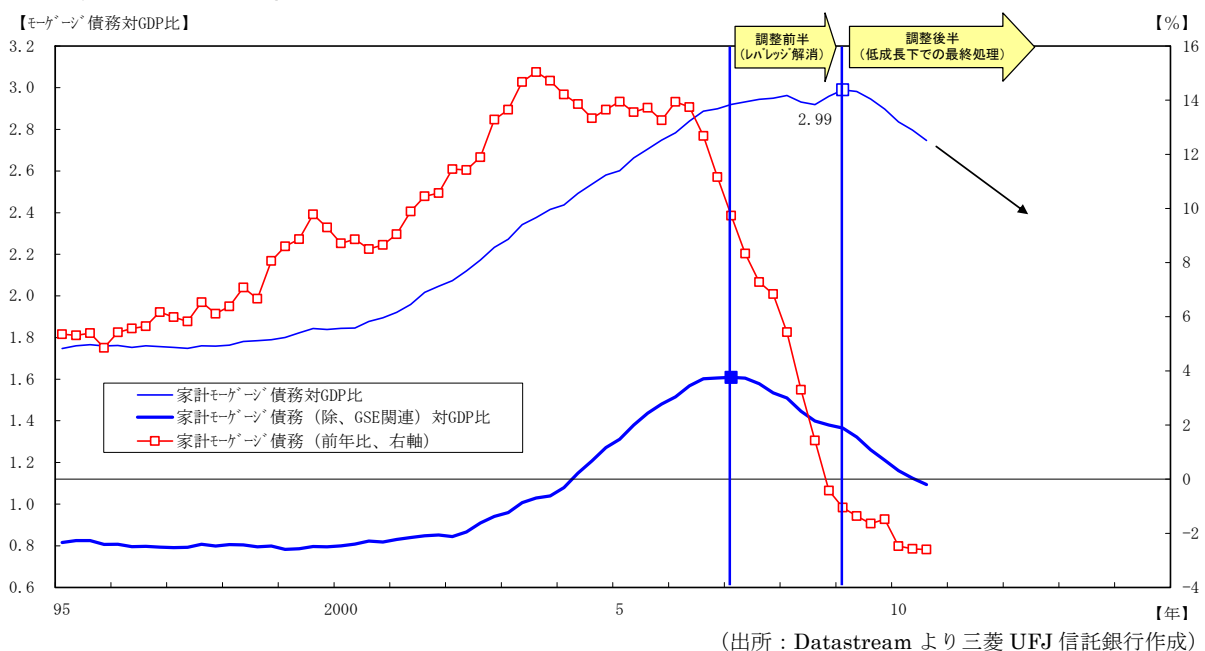


同様の観点で米国の構造調整の現状をみたのが図表5である。米国の場合、家計のモーゲージ債務としてはファニーメイやフレディマックといったGSE⁵が関与する債務が大半を占める。ただ、現在これら機関は政府管理下にあり、関連債務を含めるかどうかで調

5. Government Sponsored Enterprises（政府支援法人）の略でファニーメイやフレディマックはそのうち住宅金融を手掛ける民間機関

調整進捗の度合いは大きく異なる。図表5は家計のモーゲージ債務としてGSE関連債務を含む場合と含まない場合の双方を加味しつつ現在の位置付けをみたものであるが、調整進捗ペースこそ日本と雲泥の差があるものの、調整進捗の過程は日本同様2つの局面に分割できる。つまり、2007～2008年の調整前半は、モーゲージ債務の伸びが急速に低下するなか、対GDP比でみた債務規模(含、GSE関連)が高止まりしている。そして、2009年以降は足下まで債務全体の規模が縮小しており、調整後半局面にあると位置付けることが出来る。特に、GSEを除く債務規模でみた調整は既に終盤ともいえる水準まで低下しており、構造調整圧力は緩和しつつあることになる。いずれにせよ、米国の構造調整は既に後半～終盤戦に入っており、2011年度は循環的な景気改善の動きがこれまで以上に投資環境に反映され易くなると認識する必要がある。

図表5：米国の構造調整進捗状況



3. 積み残された課題

それでは、改善してきた投資環境が過去の景気回復期や株価上昇期と比較して十分万全かという点、まだまだ克服すべき課題は山積している。特に、今回の金融危機の震源となった金融セクターでは、克服すべき課題のほとんどの所在は既に特定されている。ただ、その解決に向けた取り組みには差があり、①既に解決しつつある課題、②解決に向け動き出した課題、③解決までの根が深く、遅々として進捗していない課題、という3つの分類がより明確になってきている。以下でそれぞれの具体例を考えてみると、

①については、今回の金融危機発生後に最大の焦点となった金融機関の脆弱な経営基盤が挙げられる。この点、グローバルに活動する大手金融機関では、資本増強などにより、バーゼルⅢを含めた金融規制強化への対応も着実に進捗しつつある。

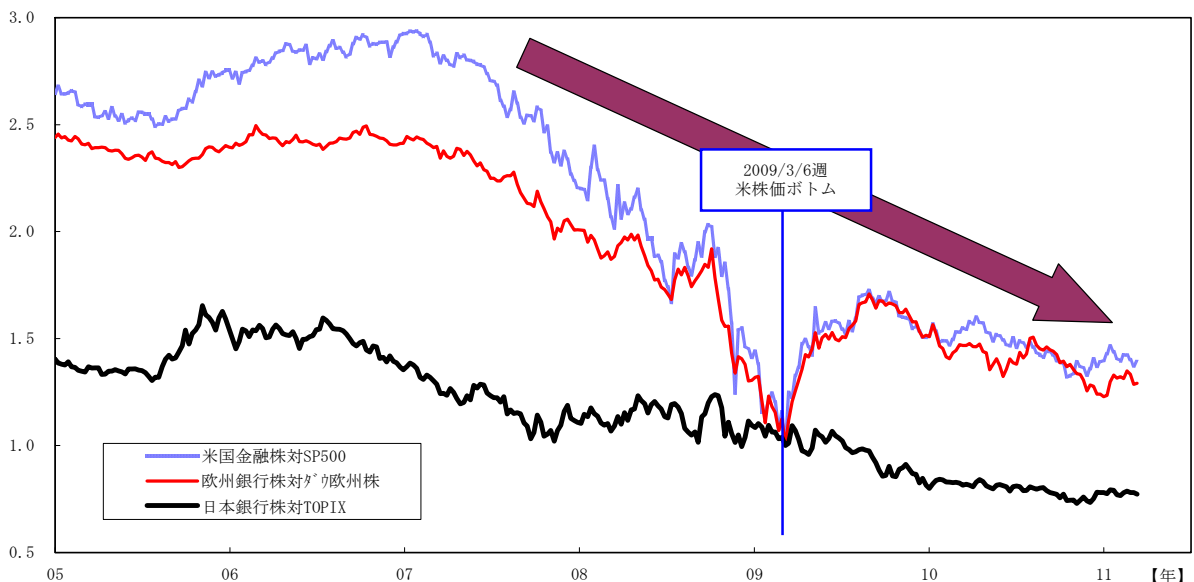
②については、米国住宅市場の不備への対応や欧州のソブリン債務問題における恒久的な救済措置の枠組みの検討が挙げられる。米国住宅市場については、昨年は住宅の差し押さえ過程における手続き上の不備が大問題となり、その是正に向け大手金融機関が監督当局による調査を受けるなど、一時市場の取引自体が滞る事態に陥った。ただ、こうした状況は今後徐々に解消に向かうと想定される。一方、欧州ソブリン債務問題については、問題国に対し EU あるいはユーロ圏から一時的に救済資金を拠出する仕組みを恒久化しようとする試み⁶が検討されており、政治的な合意待ちの段階にある。

③については、米住宅金融市場で中心的役割を果たしている GSE の今後のあり方や欧州のソブリン債務問題における問題国のソルベンシー回復への道筋などがある。前者に関しては、2/11 に公表された米財務省の報告書では、これら政府系住宅金融機関が将来担うべき役割について、縮小に向けた3つの選択肢を示すにとどまっている。後者については、問題国の抜本的なソルベンシー回復までの道筋は依然不透明である。

このように現在の金融セクターには好・悪材料が混在しており、そのトレンドは同セクターの株価動向で見てもまだまだ不安定といえる。実際、図表6は日米欧における金融（銀行）セクター株の指数全体に対する相対株価の推移をみたものであるが、金融危機以降の金融セクターのパフォーマンスはグローバルに劣後したままである。

図表6：日米欧の金融セクター株の相対パフォーマンス

【相対株価：2009/3/6=1】



(出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成)

6 . ユーロ圏各国の負担により設置された現在の EFSF（欧州金融安定化ファシリティ）の期限は2013年6月までとなっており、新たに創設される ESM（欧州安定化メカニズム）では恒久化される方向

Ⅲ. 金融危機からの立ち直り過程における投資環境認識の変化

本節では、前節で指摘した現在の投資環境の位置付けを踏まえ、2011年度のグローバル投資環境に対する認識の変化を示す。

1. 市場環境の変化とその背景

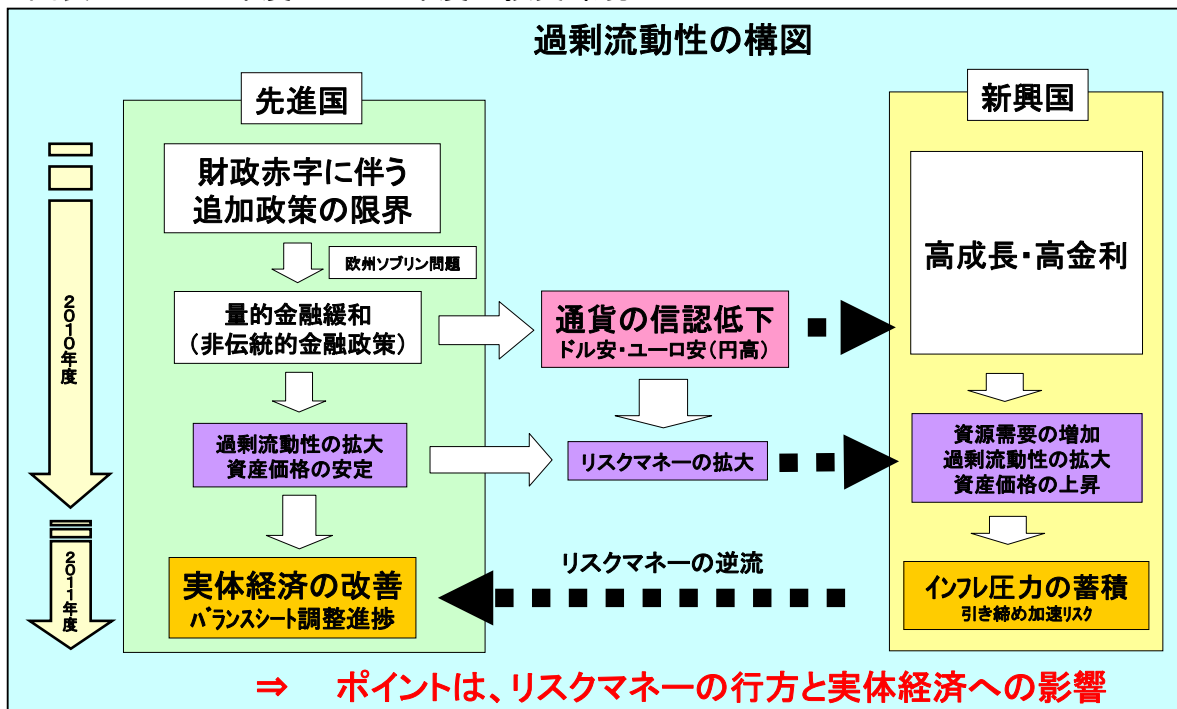
図表7は2010年度から2011年度にかけての投資環境の変化に対し、重要な役割を果たすとみられる金融市場の過剰流動性環境を示した概念図である。図表で示した通り、2010年度は先進国ではそれまでに発動した大規模な景気刺激策の弊害から財政赤字が拡大し、追加での政策発動余地が大幅に縮小したため、政策運営は徐々に金融政策への依存度を強めることとなった。米国では連邦債購入による量的緩和（いわゆるQE2）、欧州では非伝統的金融政策が実施されることとなったが、その結果ドルとユーロという主要通貨への市場の信認は低下し、逃避先として相対的に安心感のある円やスイスフランが買われることとなった。また、金融緩和策により発生した過剰流動性は資産価格の安定とともにリスクマネーの拡大をもたらし、バランスシート調整の進展による実体経済の改善に貢献することとなった。

一方、新興国では、総じて高成長・緩和的な金融政策の下、天然資源等への需要は増大し、過度な自国通貨高を回避するための介入等に伴い過剰流動性が拡大した。このため、資産価格の上昇とともに徐々にインフレ圧力が蓄積し、2010年度には多くの国で金融引締め政策へと転換した。

このような投資環境の下、グローバルな資金フローには変化がみられる。2010年度当初、主要国通貨を回避した資金は新興国へと流れ込み、先進国の金融緩和により拡大したリスクマネーも新興国へと向かっていた。ただ、昨年末頃からは新興国での引締め加速への警戒感からリスクマネーの逆流が始まっており、足下では北アフリカ・中東の不安定化や日本での大震災がリスクマネーの動き自体を不安定化させつつある。

このように2011年度の投資環境については、まずは資金フロー面で2010年度と逆の動き（新興国から先進国へ）が継続する可能性があるという認識を持つ必要がある。そして、その資金フローを決定付ける要因として、先進国と新興国では位置付けが大きく異なるものの、既に顕在化しているインフレ懸念に対する政策対応の違いや巧拙が焦点となると考えられる。

図表7：2010年度と2011年度の投資環境



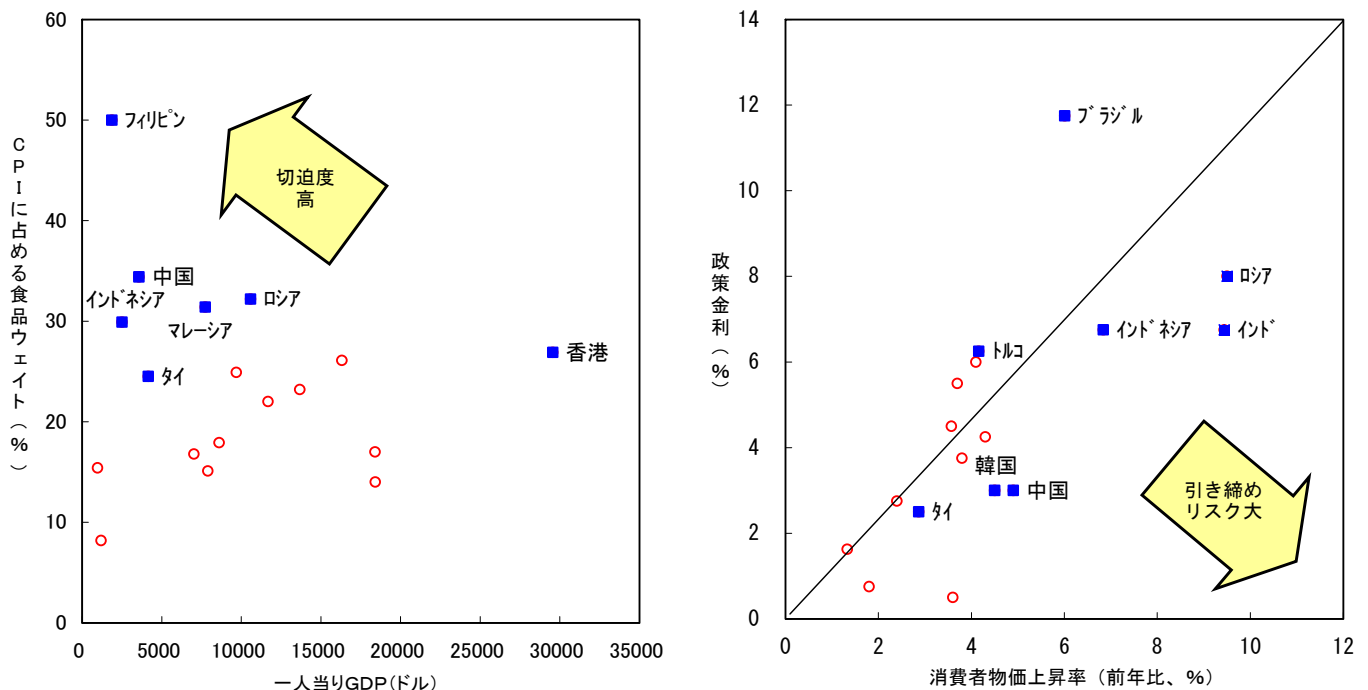
(出所：三菱UFJ信託銀行作成)

2. 重要度を増すインフレに対する認識

市場環境が刻々と変化するなか、2011年度については顕在化したインフレリスクに対する認識が重要度を増すことが必至であろう。金融危機後に各国で採られた緩和的な金融政策は上述した通りグローバルに過剰流動性をもたらしたが、こうした状況下で2010年度前半までは主要国の通貨を始め金融資産に対する信頼感が低下していたため、投資資金が新興国の資産市場や実物投資としての商品市場に流入し易かった。特に、新興国では自国通貨高を回避するための市場介入が国内の過剰流動性にレバレッジをかけたほか、自国通貨高自体が購買力向上を通じて商品価格の高騰に拍車をかけることになった。このような環境下で2010年度後半に新興国を中心にインフレリスクが急速に高まったのは自明の理であった。足下で相次いでいる北アフリカや中東の混乱も、国毎に背景に違いはあるものの、基本的には所得水準の格差が長年に亘り固定化されるなか、日常生活に直結する食品価格の高騰等が多く市民の忍耐の限界を超え反発を招いた点で、グローバルに限界的な環境に置かれた地域から問題が噴出したと捉えることができる。

こうした観点から、図表8に示した通り、より所得水準が低く、CPIに占める食品ウェイトの高い新興国ほどインフレリスクは深刻化し易く、逆に政策的な対応には拍車がかかり易いことから、注視する必要がある。

図表 8 : 主な新興国の所得水準、インフレ環境、金融政策の現状



(出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成)

一方、先進国については、各国多かれ少なかれデフレギャップを抱えており、原材料を中心とするインフレ圧力がまずは企業収益の悪化や消費抑制につながり易いため、コアインフレへ波及するには時間がかかるとみられる。このため、2011年度は年度後半にかけてコアインフレへの波及リスクがどの程度高いかを把握することが重要となろう。

3. 不均衡の是正が焦点に

グローバルにはインフレ動向に関心が集まる一方、2011年度のもう一つの焦点は2010年度に脚光を浴びた多くの不均衡問題の行方である。2010年度には新興国を中心に自国通貨高を回避するための自国通貨売りの市場介入や資本流入規制の動きが顕著となり、いわゆる“通貨戦争”と揶揄される各国利害の衝突がみられた。そして、この帰趨としてグローバルに拡大する不均衡がたびたび取り上げられ、G7やG20での監視の目は一段と強まった。特に、各国の経常収支は不均衡の度合いを測る指標として従来以上に注目されているが、2010年度には再び不均衡拡大の動きがみられる。すなわち、主要国では最大の赤字国である米国の経常赤字が再び拡大に転じており、最大の黒字国である中国の黒字は大幅に拡大、ドイツや日本の黒字も小幅拡大している。

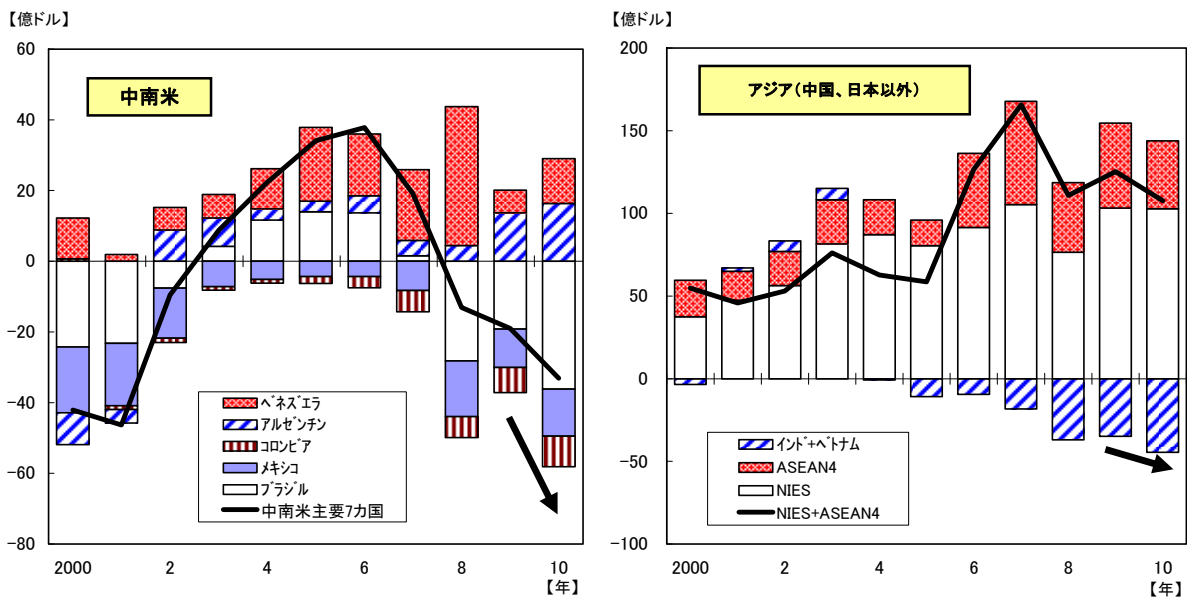
また、地域レベルでは、グローバルにより競争力のある経常黒字国に黒字が集中する傾向がみられ、域内不均衡も拡大しつつある。図表9は中南米、アジア地域における経常収支の状況をみたものであるが、2010年は中南米ではブラジル、メキシコ、コロン

ピア、アジアではインドやベトナムといった経常赤字国で赤字幅が拡大している。

さらに、その他の不均衡にも拡大の芽が散見される。具体的には、米国では連邦政府の財政赤字が巨額に上るなか、州・地方政府レベルでの赤字拡大も深刻度を増しており、国民生活への影響が徐々に顕在化しつつある。企業レベルでも中小企業の景況感改善の動きは相変わらず鈍く、雇用環境改善の遅れの一因となっている。雇用市場では、再就職をあきらめるなど雇用市場からの退出者が増加、失業状態も長期化するなど、不均衡が固定化している。若年層における高い失業率はグローバルに共通の傾向であり、社会的な不安定をもたらしかねない。

このようにマクロ投資環境に改善がみられる一方、解決すべき様々な不均衡が大きく横たわっているのが現実であり、これら不均衡はいずれ本格的な投資環境の改善や持続的な改善を阻害する可能性がある。後段では 2011 年度の投資環境を考える一助としてこうした不均衡の実態も確認することとしたい。

図表 9：中南米、アジア地域における経常収支の状況



IV. マクロ環境の現状と今後の焦点

本章では、経済面で本格回復に向け残された課題を考える。数多く存在する事象から重要と考えられる要素に焦点を当て、①既に相当程度回復したもの、②回復や好転の兆しが見えてきたもの、③回復が見込めないもの、④更に悪化する蓋然性があるもの、という分類を行い、課題を考える上での視点を整理する。

具体的には、米国家計のバランスシートと州・地方政府の財政、そして新興国インフレに焦点を当て、現状を整理した上で解決すべき課題とともに今後の展開を考える。

1. マクロ環境の振返りと現状

金融危機の発生後、グローバルに民間需要が大きく落ち込んだが、そこで米国を始め各国は財政出動という形で最終需要を創造し、これが経済の大幅な反発をもたらすとともに1920年代後半から30年代にかけての世界大恐慌に匹敵する深刻な景気後退に陥る危機を回避させた。そして、その過程では消費者センチメントの改善や株価上昇による資産効果等が後押しとなり、家計のバランスシート修復は一定程度進捗した(後述2-(1)参照)。

しかし、財政出動の初期的な効果は経済全体に万遍なく及ぶものではなく、特定のカテゴリーがその恩恵を享受するため、様々な不均衡が生じる。米国の財政出動を例にとると、連邦政府はオバマ政権による7,870億ドルの景気対策に代表される多額の支出を計上したが、一方で州・地方政府は均衡財政制約のもと、景気後退に伴い支出を縮小せざるを得ないため、教職員の削減等緊縮的な財政運営を余儀なくされた。その結果、連邦政府と州・地方政府との不均衡が拡大することとなった(後述2-(2)参照)。

また、財政支出による景気の下支えは永遠に続けられるものではなく、財政政策の効果が弱まり始めた昨年の半ば頃には、一旦回復軌道に乗った経済が再度深刻な減速に見舞われる所謂二番底やデフレに対する懸念が高まった。その後米国の中間選挙で共和党が勝利し、オバマ政権が共和党に歩み寄る形でブッシュ減税の延長や給与税の引き下げ等に踏み切ったことから二番底懸念は和らいだが、下院で多数派となった共和党は財政赤字の削減を厳しく求めており、今後景気をサポートする追加的な政策を実施することは極めて困難な状況である。グローバルにもギリシャを始めとする欧州ソブリン問題が燻り続けており、政治的な財政緊縮圧力は高まる一方といえる。

この間、中央銀行、特にFRBは積極果敢な対応をみせた。FRBは昨年11月に量的緩和の拡大(QE2)に踏み切り、こうした金融政策の下支えもあり二番底やデフレ懸念は杞憂に終わりつつある。

もともと、金融緩和も永遠に続けられる訳ではなく、最近では金融緩和の副作用がインフレ圧力となって顕在化している。大量の資金は商品市場に流入し食品や素原材料の価

格を押し上げ、新興国では低所得者層の生活を圧迫しており、中東や北アフリカの一部ではデモや政権崩壊にまで発展した。金融緩和の副作用によるインフレの問題は根が深く、世界経済の継続的な回復にはこの問題の軟着陸が不可欠である（後述 2-(3) 参照）。

こうした現状を踏まえ、次節では 2011 年度の焦点になると考えられる家計のバランスシート修復の状況、地方財政、及びインフレについて分析を行う。

2. 個別項目の詳細

(1) 米国家計の状況

今回の金融危機は米国家計の過剰債務に起因するため、家計は極めて大きな債務返済圧力を受けてきた。そして「消費低迷→景気減速→株価や住宅価格の低下」というプロセスでバランスシートの資産側が毀損するにつれ、更なる負債圧縮が必要となる負の連鎖が懸念されたが、そのような最悪のシナリオは回避された。現在も負債圧縮は続いているが、調整速度や内容は秩序だったものであり、消費下押しの圧力は弱まりつつある。また、資産サイドも株価上昇を主因に持ち直しが続いている。もっとも、資産・負債サイドともに完全な回復を達成した訳ではなく、以下ではそれぞれの問題点を整理する。

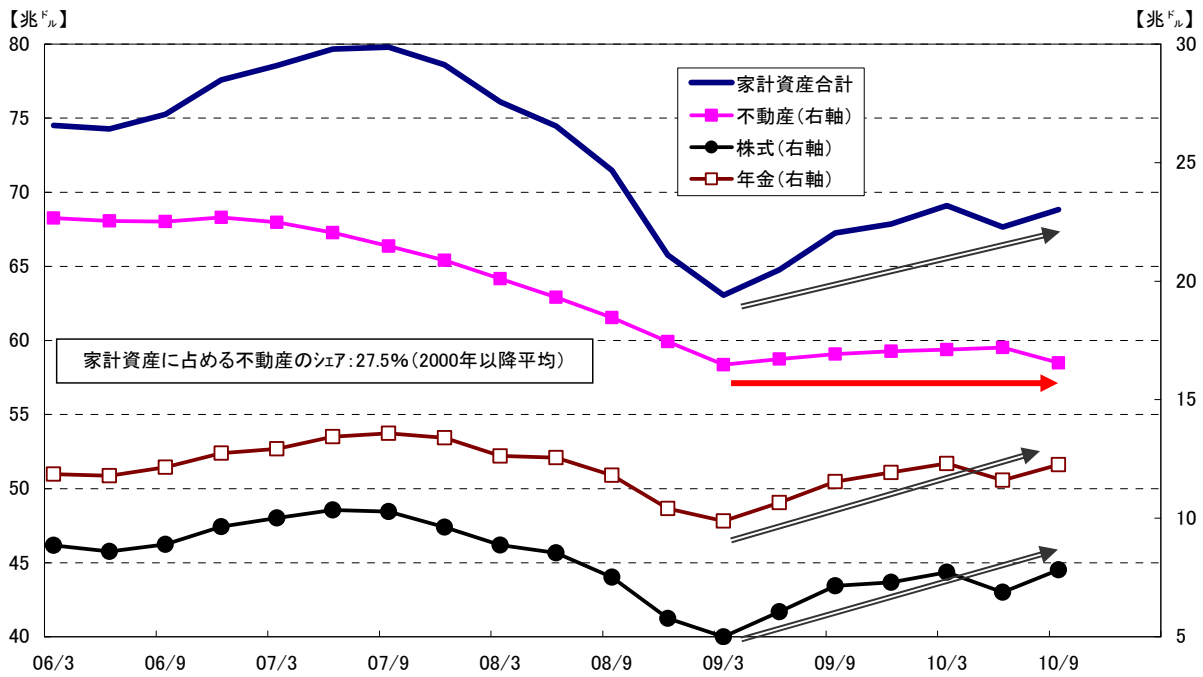
①資産サイド

米国家計の資産額を見ると、2009 年序盤をボトムに緩やかながら回復している（図表 10）。危機前のピークである 80 兆ドル程度から 65 兆ドルを割り込む水準まで減少し、足元では 70 兆ドル弱に回復した。内訳を見ると、株式の戻りが顕著であり、株式が主体の年金資産も金融危機前の水準近くまで回復している。もっとも、株式保有世帯は高所得者層に偏っており（図表 11）、株価上昇による資産効果を反映する消費には偏りがみられる。足元耐久財の消費が堅調に推移しているのはこのような背景による。

一方、住宅を中心とする不動産は金融危機後のボトムから殆ど回復しておらず、危機直後に実施された住宅ローン減税等の政策が期限切れとなった 2010 年中盤以降はむしろ悪化傾向にある。住宅ローンの申請件数を見ても、先行き価格低迷が続くことが示唆されている（図表 12）。株式保有が高所得者層に偏る一方、中低所得者層では住宅関連資産が保有資産の最大項目であり、ここにも不均衡が存在する。消費回復が一部のカテゴリーに限られ、国全体で消費を拡大する状況に至らないのはこのためである。

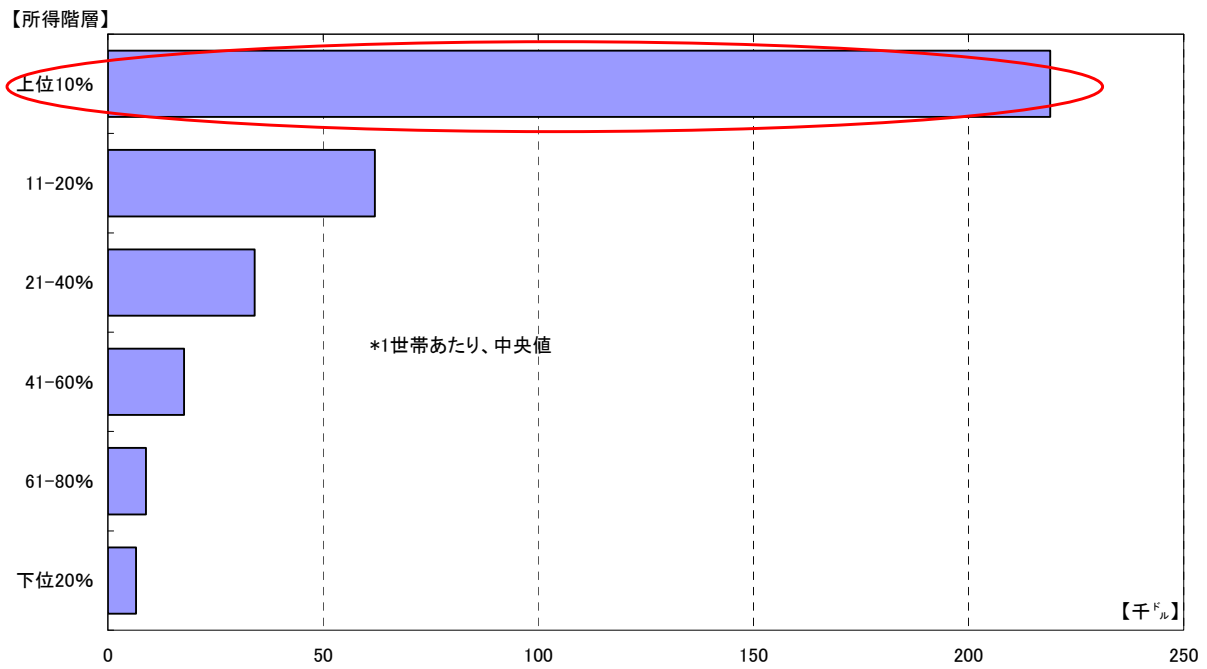
資産サイドの現状を整理すると、保有資産のうち株式及び年金資産（株式が主体のため当然ではあるが）は「既に相当程度回復」しているものの、家計資産の 3 割弱を占める不動産は「回復が見込めない」と考えるのが妥当であろう。また、資産全体の回復を主導しているのは株式であり、市場頼みという側面が否定できないため、不安定さは残ると考える必要がある。従って、家計資産全体に対する評価は「回復の兆しが見えてきた」という控えめな認識にとどめるのが妥当であろう。

図表 10：米国家計の資産



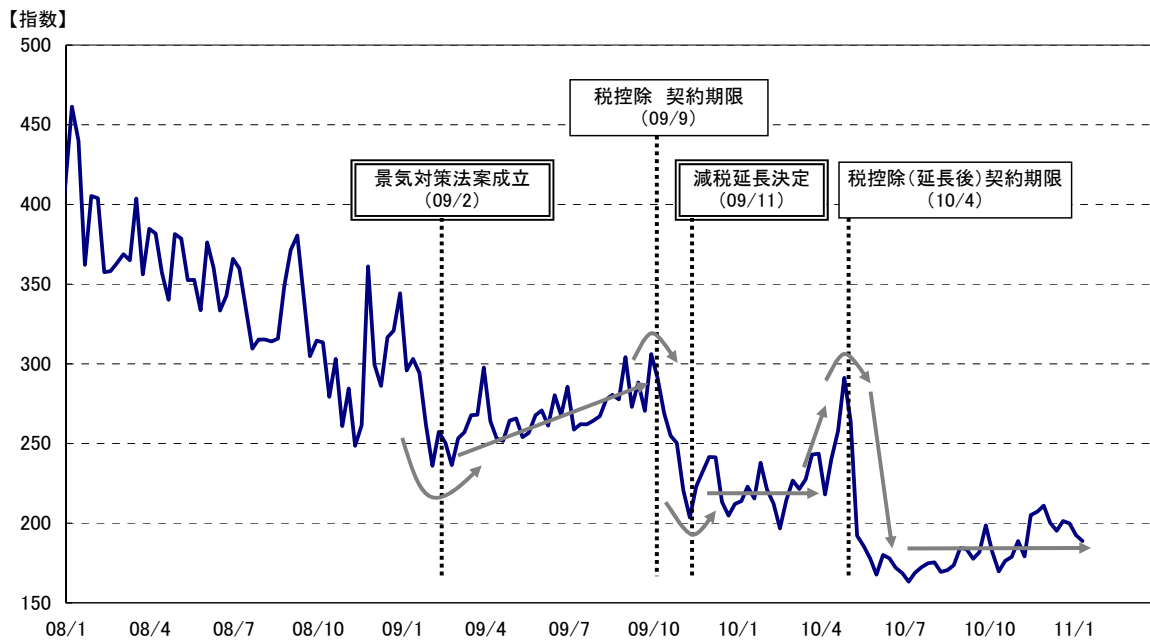
(出所：Flow of Funds より三菱 UFJ 信託銀行作成)

図表 11：米国家計の所得階層別株式保有状況



(出所：FRB より三菱 UFJ 信託銀行作成)

図表 12：購入用住宅ローン申請指数(米国)



(出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成)

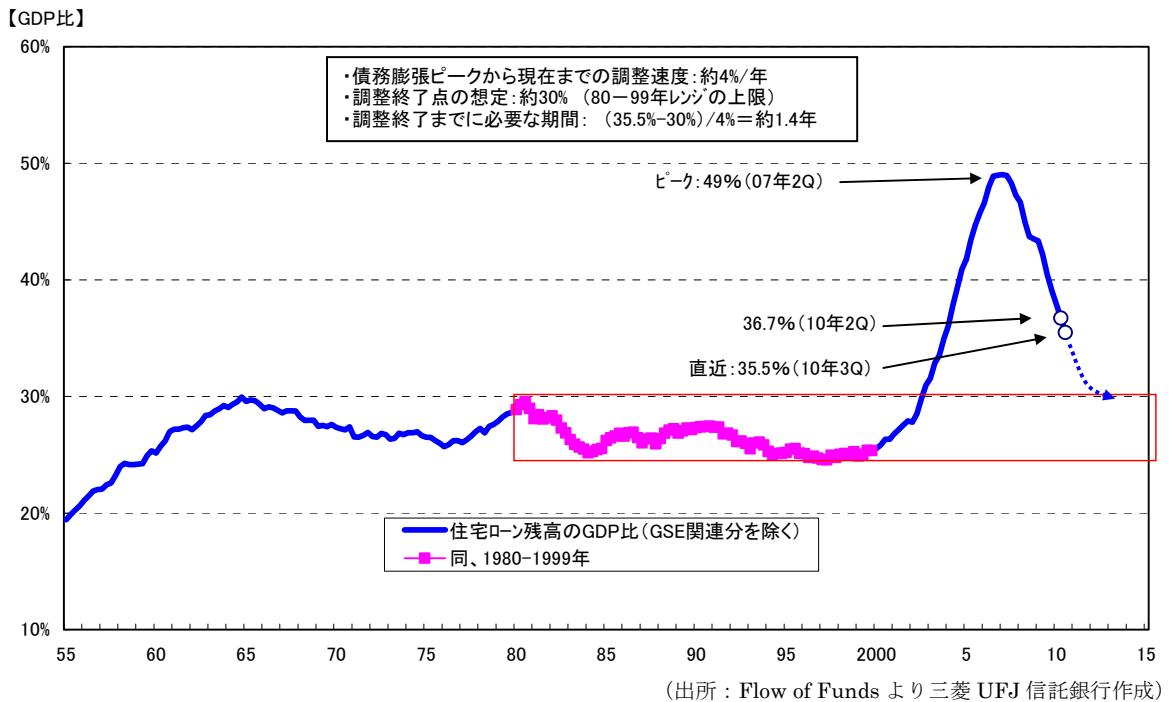
②負債サイド

負債サイドについては、金融危機の元凶となった過剰な住宅ローンは2007年中盤をピークに調整が始まり、足元では四半期毎にGDP比1%程度のペースで調整が進捗している(図表13)。このペースでの調整が続けば、2011年度末には民間金融機関の住宅ローン残高は通常レベルに回帰するとみられ、調整は後半から終盤に差し掛かっていると判断できる。

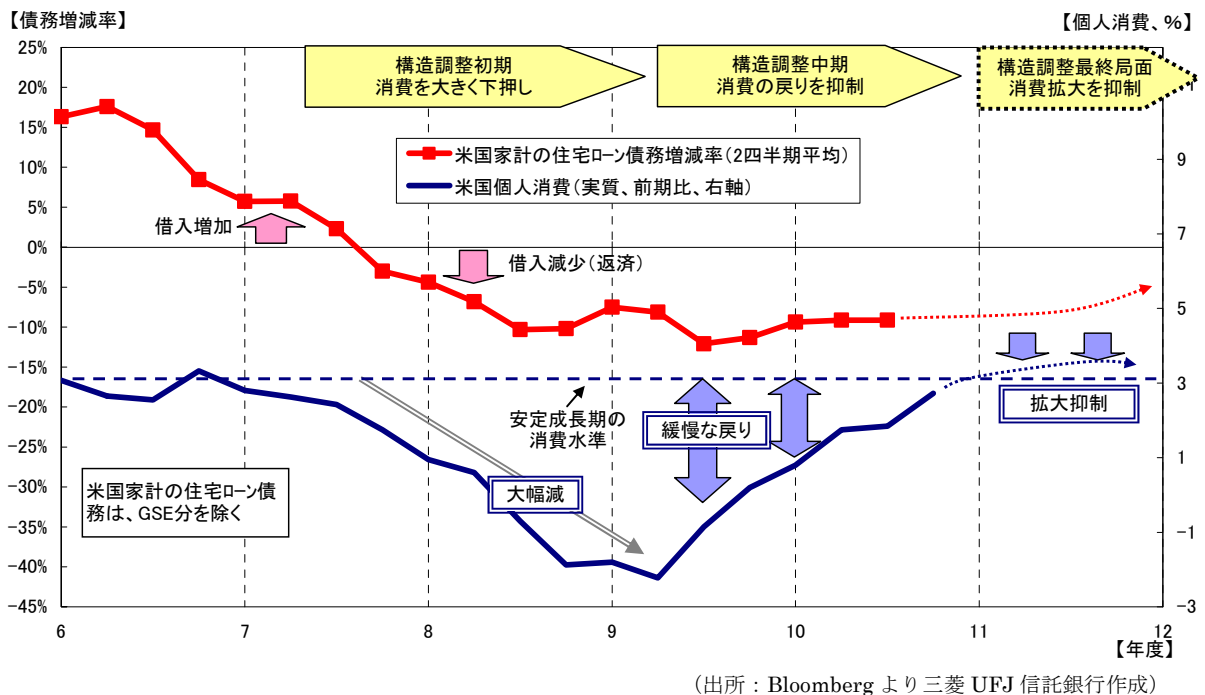
こうした調整と需要、特に内需の中心となる消費との関係を考えると、調整の初期段階では消費に与える影響が大きかったが、調整局面後半ではその影響は弱まり、足元では消費の本格回復を抑制する程度にとどまるとみられる(図表14)。

このように、負債サイドの調整は「既に相当程度進捗」したと整理することが可能である。調整初期のように循環的な景気回復を阻害するような要因ではなくなっていることから、過大評価は禁物であるものの、今後の景気を判断する上では、従来以上に循環面の事象に注目することが重要になっていくと考えられる。

図表 13：住宅ローン残高の GDP 比率（米国）



図表 14：住宅ローン債務返済と消費（米国）



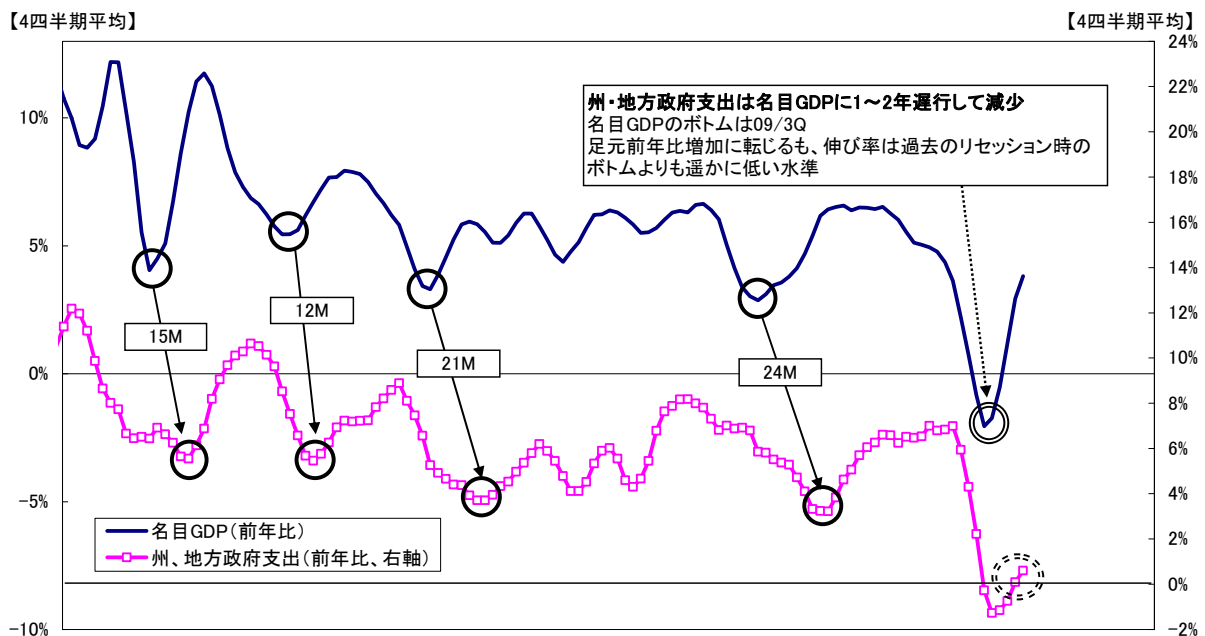
(2) 米国地方政府の状況

中央政府と州/地方政府の状況については、金融危機後に連邦政府はオバマ政権による7,870億ドルの景気対策に象徴される多額の支出を行ったが、州・地方政府は均衡財政制約のもと、景気後退に伴う税収減を背景に支出を削減せざるを得ない状況にある。

図表15のとおり、既に州・地方政府の支出は大幅に落ち込み、前年比伸び率は過去の景気後退時と比べても極めて大幅に落ち込んでいる。足元で小幅反発の兆しもみられるが、過去の例では州・地方政府の支出は景気に1～2年遅行して悪化するため、依然として下押し圧力が継続しており、「更に悪化する蓋然性がある」とみられる。

現在のように、景気の持続的回復が視野に入る段階では景気に遅行して悪化する材料は市場で意識されにくい。このため、これが顕在化した際には大きなネガティブサプライズを伴い市場にインパクトを与える可能性があるため、注意が必要である。

図表 15：景気と州・地方政府支出



(出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成)

(3) インフレの状況

① 国際商品市況の現状とその影響

食品を中心とする国際商品市況の高騰については、昨年11月に実施されたFRBの追加量的緩和による流動性拡大がその一因として指摘されているが、今年に入り北アフリカ・中東情勢の不安定化を受けて原油も高騰するなど、その範囲が拡大している。

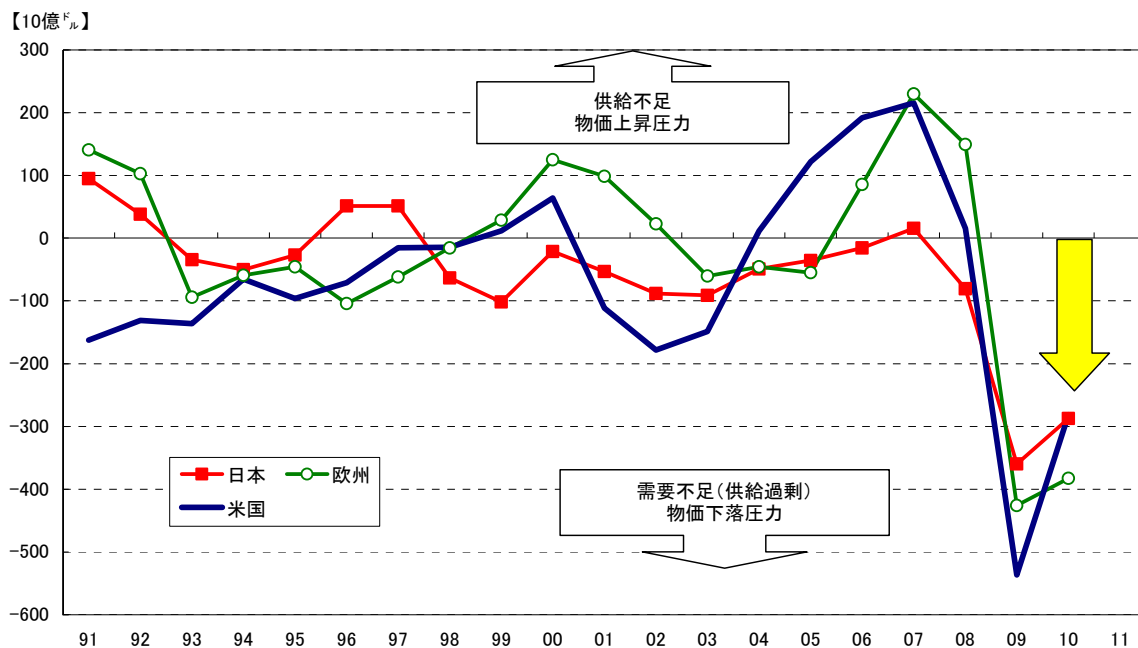
このような状況が幅広い財でのインフレへ発展するかどうかについては、今後の価格転嫁の動きが焦点となる。その点、参考となる指針は各国の需給ギャップであるが、主要先進国の供給超過に対し、新興国では需要超過状態にあり、物価上昇リスクが高いとみられる（図表 16、17）。

ただし、主要先進国で川上物価の川下への波及によるインフレ拡大のリスクが相対的に低いことを理由に、国際商品市況の高騰が経済に与える悪影響は軽微であると結論付けるのは早計であり、別の経路で影響が出る可能性がある。以下では、新興国と先進国におけるポイントをそれぞれ整理する。

② 新興国経済への影響

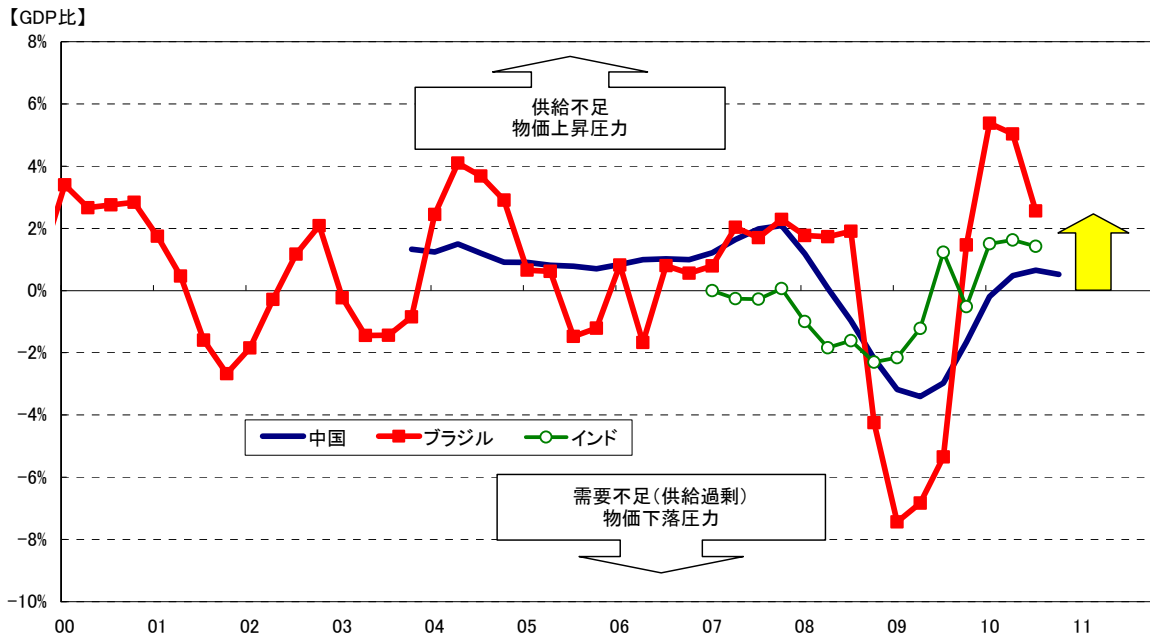
新興国では総じて食品のウェイトが先進国と比べて高く、食品価格上昇の影響を相対的に強く受け易い。世界経済への影響の大きさを考慮して中国の状況を見ると、中国政府は食品価格上昇の影響を十分に認識し、昨年来様々な対策を実施するとともに急激な価格上昇に対し断固たる措置を講じる姿勢を示してきた（図表 18）。今後国際商品市況の高止まりが続いても、中国政府には国営企業を通じた卸売段階での価格統制という政策手段があり、過去の実績からその効果も期待出来る。

図表 16：先進国の需給ギャップ



(出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成)

図表 17：新興国の需給ギャップ



(出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成)

図表 18：中国の食品価格上昇抑制政策

- 10月
 - ・政府が十分な穀物生産を確実にし、商品の買いだめを取り締まるとの方針を示す(国務院)
- 11月
 - ・医薬品17品目の小売価格の上限を12月12日付で引き下げ
 - ・綿花とトウモロコシ市場について、投機的な投資家に対する罰則強化の方針
- 12月
 - ・主要食用油メーカーに対し、値上げを中止するよう通達。匯福糧油グループが食用油の生産を停止した日と同じ12月2日に、国家發展改革委員会が国内主要食用油メーカー4社を招集、元旦や旧正月期間に向けて食用油供給の保障や販売価格の抑制を要求、この措置は2011年2月まで継続される可能性
 - ・野菜運搬トラックの高速道路料金を免除
 - ・「価格違法行為行政処罰規定」(改正版)を公布、違法な価格操作に対する取り締まりを強化(国務院)
 - ・温家宝首相がラジオで「政府は2億トンの穀物を備蓄している」と呼びかけ

(出所：各種資料より三菱 UFJ 信託銀行作成)

ただ、食品価格の上昇に加え、原油価格も高騰を続けるこうした対応にも限界がある。原油はエネルギーとしての側面の他、化学製品等の素材としての性質も有しており、川上から川下まであらゆる製品に幅広くインフレ圧力をもたらすことが考えられる。

更に、為替制度の柔軟性を欠く中国では、通貨価値の変動による物価調節機能が働かない。現在、中国当局は元切り上げによるインフレ抑制効果よりも輸出競争力の維持を重視しているため、当面通貨の大幅な切り上げには踏み切らないと想定される。

競争力維持を目的として通貨価値を人為的に抑制する傾向は多くの新興国に共通してみられる。中国を始め新興国が折に触れ米国の金融緩和に批判の矛先を向けるのはこのような背景による。一方、米国側から見れば、中国が元を人為的に安く抑えていることが中国の過剰な国内需要やインフレ圧力を生み、グローバルな不均衡是正を遅らせることにより先進国にデフレ圧力をもたらす、ということになる。双方の主張に一定の説得力があり、真っ向から対立している現状を鑑みると、政策協調を伴った問題解決に至るには高いハードルがあると言わざるを得ない。

また、年初来の北アフリカ・中東における混乱の一因が食品価格上昇による貧困層の生活困窮にあることを考えると、国際的な政治情勢を背景に必要な以上の金融引締めがもたらされる可能性も排除出来ない。このように、新興国におけるインフレを巡る問題は、「更に悪化する蓋然性がある」との認識も持ちつつ、注視する必要がある。

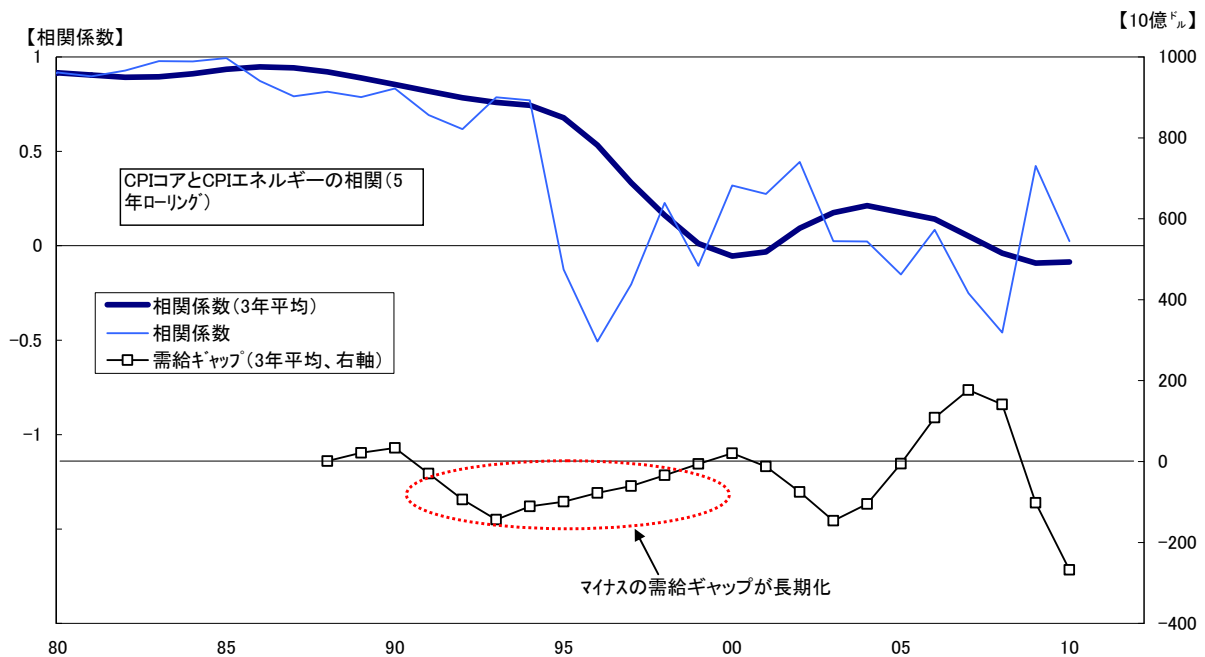
③ 先進国経済への影響

先進国経済においては、食品価格高騰の影響は相対的に低く、注目すべき点は主にエネルギー関連となる。具体的にはエネルギー価格の上昇がコア物価へ波及するリスクであるが、近年の米国におけるエネルギー価格とコア物価との関係を見ると、90年代半ば以降相関の度合いは低下傾向にある（図表19）。その要因としては、90年代に入りマイナスの需給ギャップが続いたほか、近年のエネルギー効率の上昇も考えられる。

このように先進国ではコア物価への波及リスクが相対的に低いものの、経済への影響を考える上では個別に警戒すべき点がある。米国ではガソリン価格が足元既にガロンあたり3ドルを上回る高値水準で推移しており、今後の消費者センチメントの悪化が懸念される。日本の製造業においては、原材料価格の値上がりを主因に投入価格が上昇する一方、デフレ圧力の存在から産出価格がほぼ横這いで推移しており、その差である交易条件は悪化を続けている。このため、日本では企業の交易条件悪化に伴う雇用や賃金への調整圧力に注意が必要である。

以上、先進国における国際商品価格の上昇を巡る問題については、足元本格的な悪影響は出ていないものの、「更に悪化する蓋然性がある」点で注意が必要といえる。

図表 19：エネルギー価格とコア物価の相関、需給ギャップ（米国）



(出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成)

V. 市場環境の現状と今後の焦点

2010年度の株式市場は夏場まで弱含みで推移したものの、年末にかけてはリスク資産への選好が高まり上値追いの展開となった。ただ、11年に入り、それまで全面的に買われてきたリスク資産動向に変化がみられ、収益率格差が生じ始めている。以下では、10年度の市場環境を俯瞰した上で、11年度の市場動向を探ることとする。

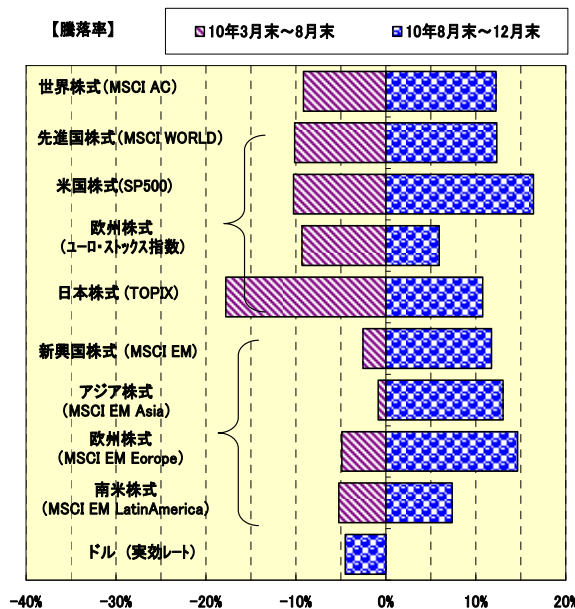
1. 2010年度の市場変動要因

10年度前半を振り返ると、以下の3要因が主な市場変動をもたらした。1つ目は、ギリシャを中心とする欧州周縁国のサブリン債務に対する信用不安の高まりである。2つ目は、中国等の新興国における利上げや預金準備率の引き上げ等の流動性管理の強化である。3つ目は、米国における政策効果の剥落後の、景気の二番底懸念やデフレ懸念の顕在化である。そして、09年度以降のリスク資産リカバリートレードを支えてきた財政拡張・金融緩和政策に反転の動きがみられたことで、リスク資産は弱含みの展開となった（図表 20、10年3月末～8月末）。

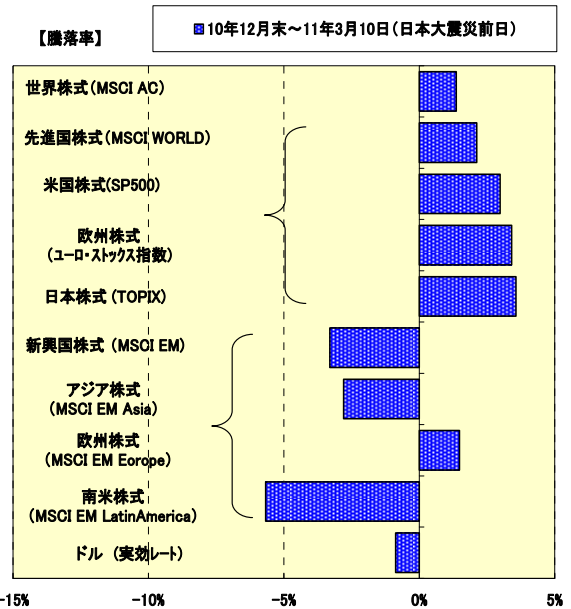
ただ、このような環境で、FRBが再び金融緩和へと舵を切る構えを見せたことが契機となり、夏場以降リスク資産のパフォーマンスは大きく改善した。金融市場で追加金融緩和期待からドル安が進展する中、米国発の低コスト資本が高成長・高利回りを求め、

新興国市場に流入した。新興国では、高成長継続と安定的なインフレが続いていたこともあり、市場の安心感は高く、株価は上昇した。（図表 20、10年8月末～12月末）。

図表 20：2010年3月末以降の騰落率



図表 21：2010年12月末以降の騰落率



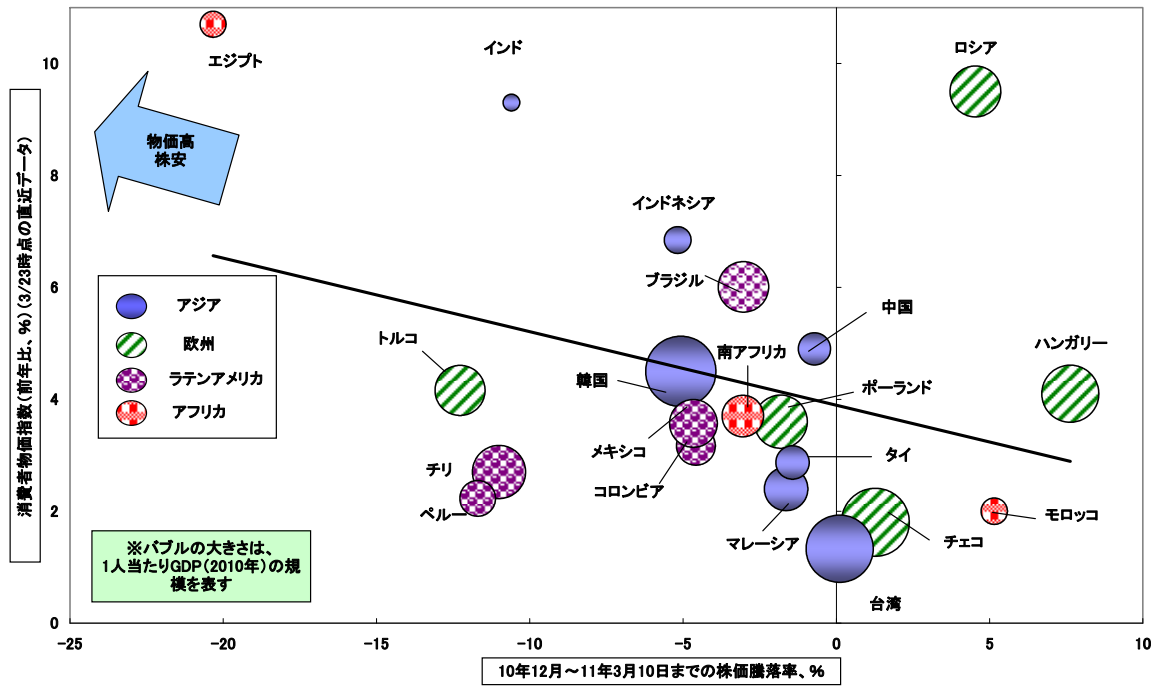
(出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成)

しかし、10年末近辺になると、連続的な金融引締めにもかかわらずインフレ問題に終着点が見えないことから、一段の金融引締めによる景気減速を嫌気する形で新興国株式は調整含みの展開へ移行することになった。

図表 22 は、直近の消費者物価上昇率（縦軸）と、年末以降（横軸）の株価騰落率の関係をみたものであるが、物価上昇率の高いインド、インドネシア、ブラジル等のパフォーマンスはさえない。インド・ブラジルでは昨年からの連続的な利上げの影響で業績（リビジョン）に下振れ懸念が生じるとともに、先行き一段の引締めが想定される中で株価は軟調に推移している。また、1人当たり GDP 規模が 3000 ドル弱と低く、物価上昇による実質所得の減少が見込まれるインドネシアや低所得環境に加え地政学リスクが顕在化したエジプトでも株価は大幅に下落している。

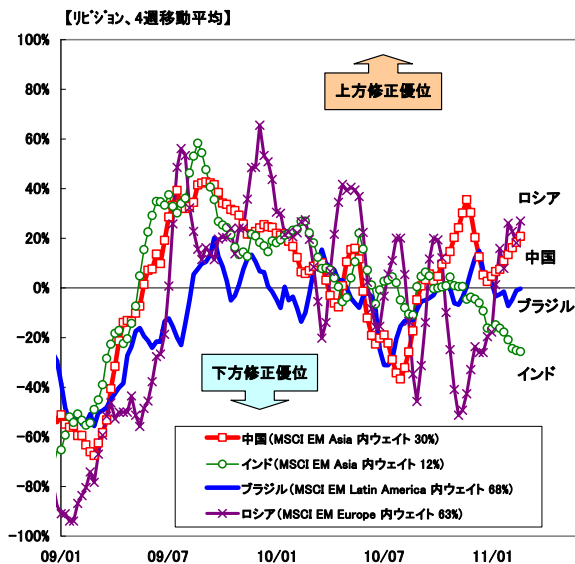
一方、EM 欧州株式は底堅い展開となっている（図表 21）。EM 欧州インデックスの特徴としては、ロシアの構成比率が 6 割程度となっているとともに、業種構成ではエネルギーセクターのウェイトが 4 割程度を占める（図表 24）。したがって、商品市況に連動する形でロシア株式の業績（リビジョン）が改善する結果、相対的に優位な状況となっている（図表 23）。

図表 22：消費者物価指数と株価騰落率（MSCIEM 採用国）

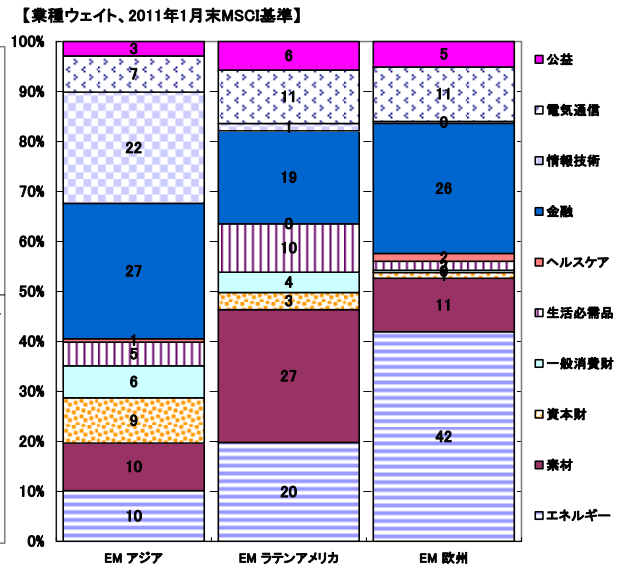


(出所：Reuters EcoWin、bloomberg、IMF より三菱 UFJ 信託銀行作成)

図表 23：BRICs リビジョン



図表 24：新興国インデックス業種ウエイト



(出所：Datastream、FactSet より三菱 UFJ 信託銀行作成)

2. 構造調整終盤の株式市場について

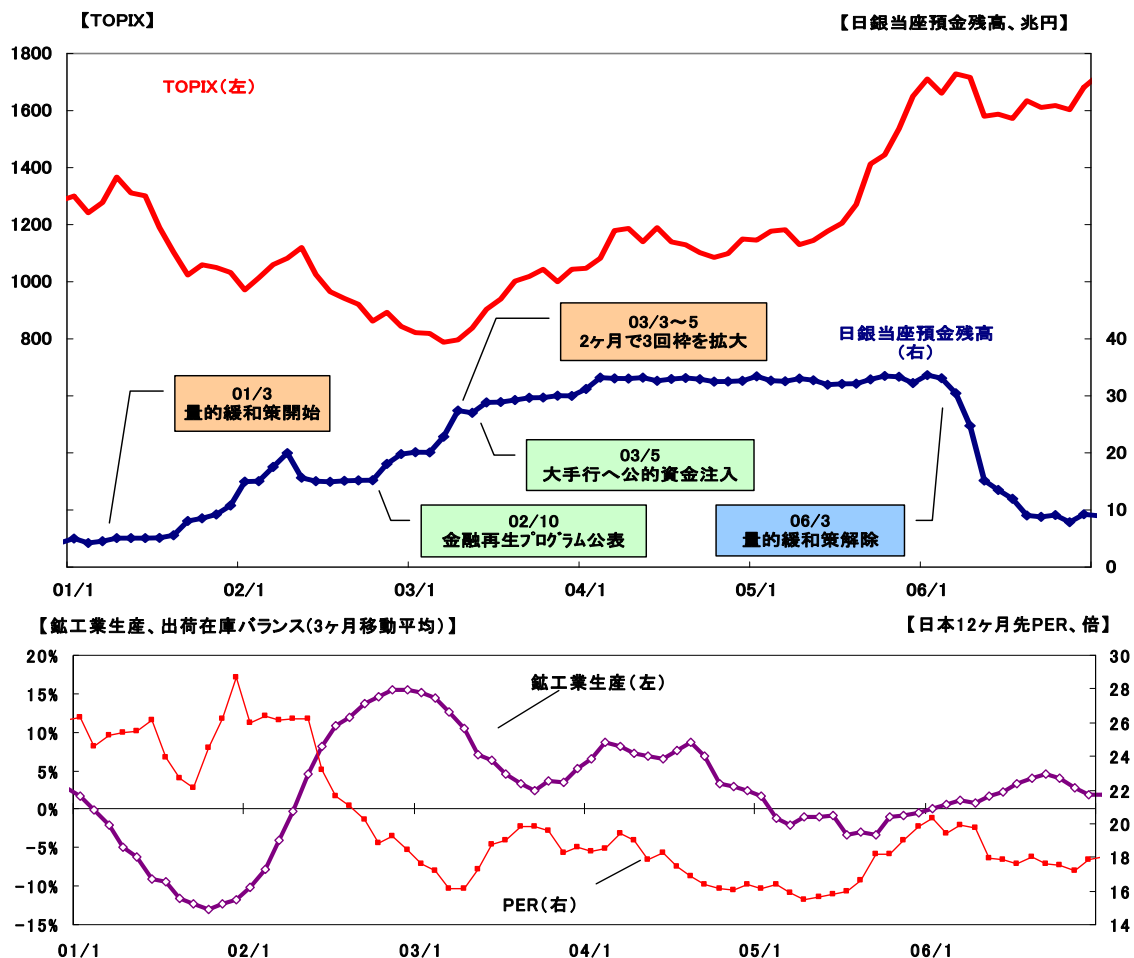
10年夏以降、先進国株式（ここでは米国株式・日本株式）は下値を切り上げてきたが、ここでは先行きの投資環境を考える上での課題を整理する。

前述の通り、現状の米国景気が構造調整終盤に差し掛かっているとの認識の下、米国株式市場の先行きを見渡す場合、過去に過剰債務問題で金融危機が発生し、今般の米国同様に構造調整を経験した事例として2000年代前半の日本の株式市場が参考になる。

図表25は90年以降日本経済の重石であった金融機関の不良債権問題に終止符を打った（金融再生プログラム公表・大手行への公的資金注入）後の国内株式市場と金融政策・景気動向を見たものである。

国内株式市場は、01年からの金融緩和効果や、02年秋以降の不良債権評価の厳格化を契機に市場心理が改善し03年春先にボトムアウトした。その後、景気が踊り場局面を迎える中で、日本銀行は金融緩和姿勢を継続し、市場に一貫性のある金融政策を浸透させたことでリスクマネーが流入し05年以降株価が大幅に上昇することとなった。

図表 25：01年以降の株価・金融政策・景気動向（日本）

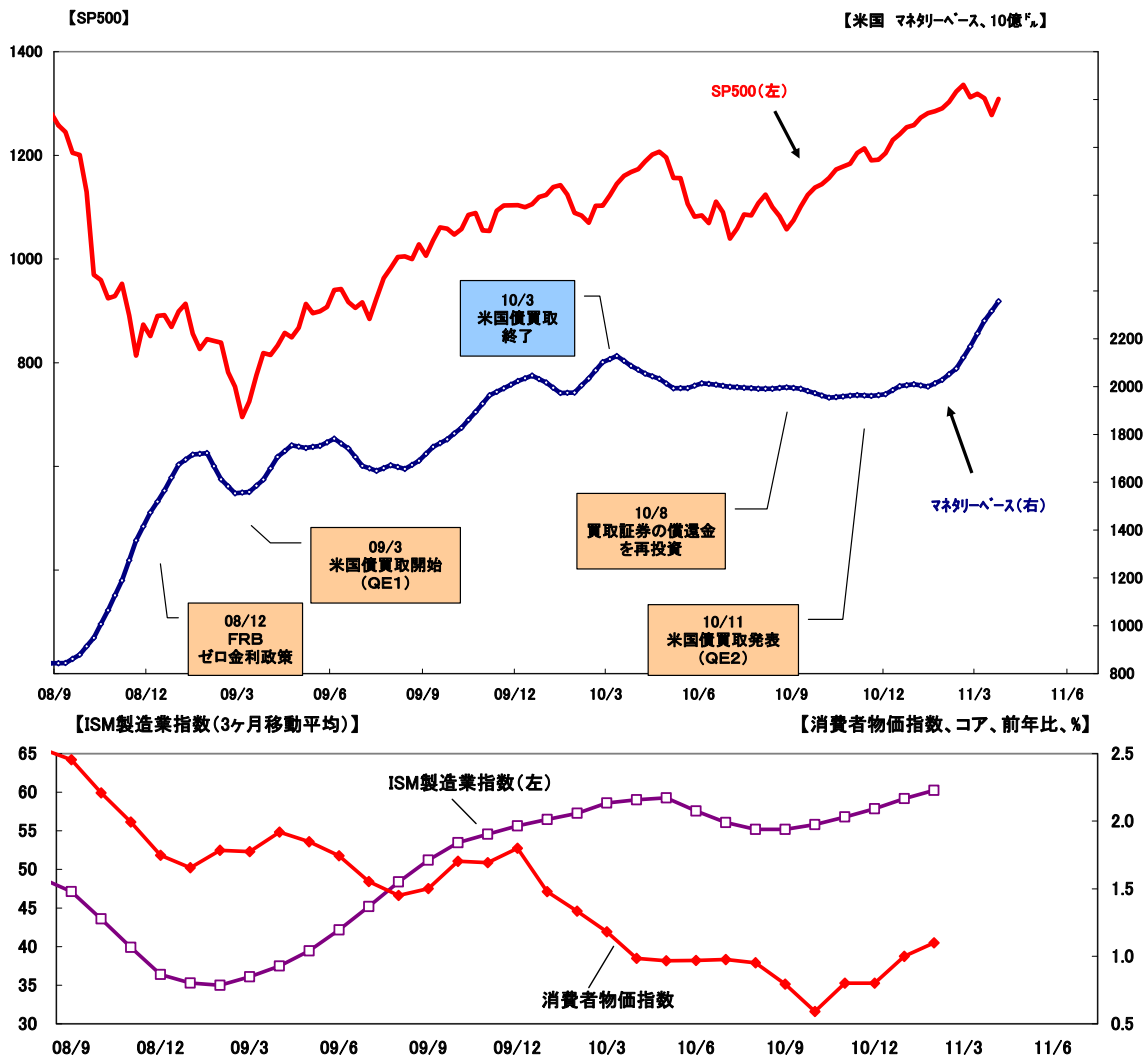


（出所：INDB、Datastream より三菱UFJ信託銀行作成）

このように、構造圧力が残存する経済環境では金融政策のサポートにより景気失速を回避するメッセージを株式市場へ伝え続け、投資家心理を好転させることが重要となる。

それでは、上記課題について08年以降の米国株式市場を確認すると（図表26）、循環景気（≒ISM製造業指数）のボトムアウト局面であった09年春先に量的金融緩和第1弾（以下、QE1）が実施されたことで株価は底入れした。その後、景気のピーク局面であった10年春先にQE1が終了したことで株価は調整局面を迎えたものの、夏場にFRBが再び金融緩和へ舵を切ったことで、株価は上値追いの展開となった。つまり、米国家計の債務問題に起因する構造的需要不足が残存する中でも、緩和的な金融環境を継続させ、景気失速を回避するというメッセージを浸透させたことで投資家心理が改善し、良好な市場環境が継続していると判断できる。

図表 26 : 08 年以降の株価・金融政策・景気動向（米国）



(出所：Reuters EcoWin、Datastream より三菱UFJ信託銀行作成)

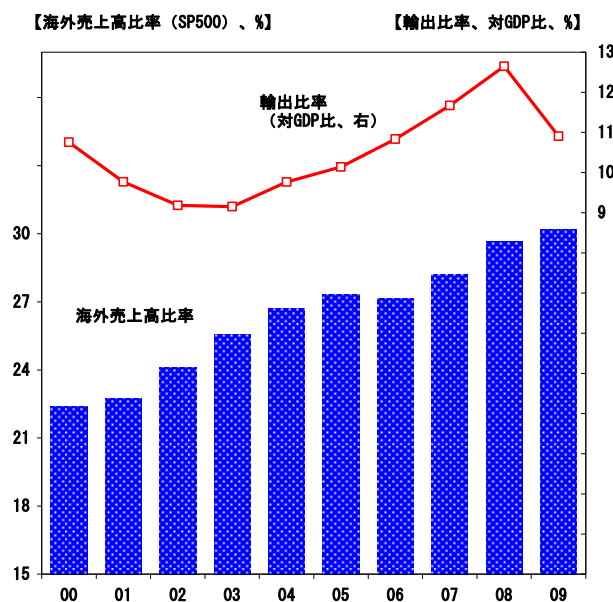
3. 米国企業を取り巻く環境について

2011年度の投資環境が改善を続けるための最大のポイントは株価の本源的価値、すなわち企業収益の改善であるが、ここでは企業を取り巻く環境を取り上げる。

まず、米国企業（S&P500 ベース）の海外売上高比率を概算すると、2000年以降は拡大基調にあり、09年では30%程度（先進国19%、新興国11%）となっている。一方、マクロベースで見た米国における輸出（≒外需）のGDP比率はわずか11%程度であり、経済全体に比べ、企業は外需、特に新興国の影響を受けやすい（図表27）。

また、業種別に海外売上高比率をみると、IT・素材・資本財・エネルギー等ではS&P500全体の水準（30%程度）を超えており、海外景気への感応度が極めて高いことが分かる（図表28）。

図表 27：海外売上高比率と輸出比率



(出所：Reuters EcoWin、Bloomberg、FactSet より三菱UFJ信託銀行作成)

図表 28：S&P500 業種ウェイトと海外売上

業種	業種ウェイト (11年1月末)	海外売上高比率 (09年末)
エネルギー	12%	34%
素材	4%	47%
産業用-財・サービス	11%	35%
消費-シクリカル	10%	25%
消費-ディフェンシブ	11%	26%
ヘルスケア	11%	26%
金融	16%	28%
テクノロジー	19%	56%
通信サービス	3%	0%
公益	3%	5%
S&P500	100%	30%

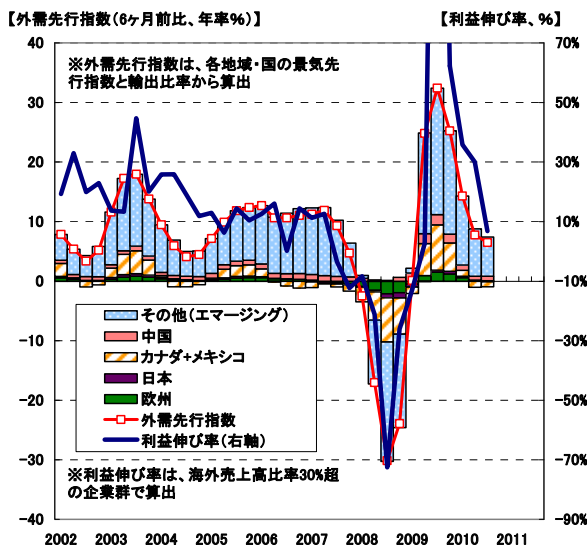
そこで、企業収益に対する海外景気の影響を見るために、米国の国別輸出比率とOECD景気先行指数を組み合わせて外需先行指数を作成してみると（図表29）、欧州・日本等先進国の寄与が限定的である一方、中国やその他に分類される新興国が米国の外需を規定していることが分かる。また、海外依存度の高い企業群の利益伸び率は、この先行指数に連動しており、とりわけ新興国景気に左右される状況となっている。

次に、企業を海外依存度の高い企業群と国内依存度の高い企業群に分け、営業利益率の推移を見ると、国内依存度の高い企業群の利益率の戻りが鈍い一方、海外依存度の高い企業群は新興国向けを中心に数量の拡大から売上高が伸び、利益率が上昇している（図表30）。

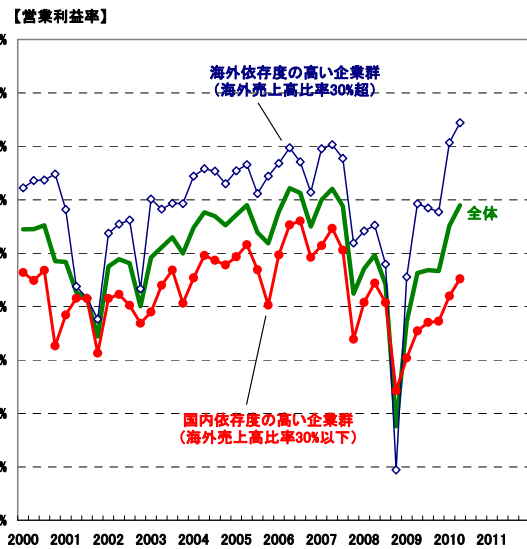
このように米国企業を取り巻く環境を整理すると、マクロ経済と比べ海外感応度が高く、中でも新興国景気の影響を多分に受ける傾向がみられる。このため、米国企業が今後も収益を拡大させるためには新興国での売上拡大、つまり新興国景気が重要となる。

なお、今回の日本の大震災が米国企業に及ぼす影響については、直接・間接に留意する点がある。直接的には、海外売上高のうち日本向けは5%程度であり業績全体への影響は限定的と判断できる。ただし、間接的な影響として、ITや自動車等の生産メーカー向けに部品を供給している企業がサプライチェーンマネジメントの観点から打撃を被っており、復旧に時間を要する場合、部品供給の頓挫による業績悪化が懸念される。

図表 29：外需先行指数と利益伸び率



図表 30：営業利益率の推移



(出所：Reuters EcoWin、Bloomberg、FactSet、Datastreamより三菱UFJ信託銀行作成)

4. インフレ動向が日本株式市場へ与える影響について

日本株については、3月11日に発生した大震災により大きな水準訂正を余儀なくされることになったが、それ以前の10年秋以降については、グローバルに出遅れ修正局面が続いていた。大震災の影響は依然として不透明であるが、グローバルにはインフレ動向は引き続き大きな焦点であり、ここでは日本株に及ぼす影響を取り上げる。

今回の大震災前の市場環境認識としては、物価上昇による金融引締め長期化・景気減速懸念が高まっている新興国株式は金融環境が緩和的である先進国株式、とりわけ日本株式に大きく劣後して推移していた(図表21)。この背景には、金融政策スタンスの違いからリスクマネーが新興国から先進国市場へシフトしていたことが挙げられる。

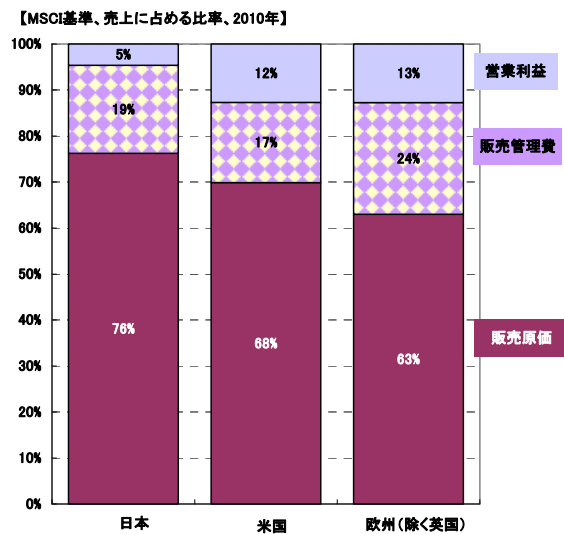
そこで、新興国からの資金シフト先である先進国株式内での優劣をみるため、図表31では3極の企業収益構造を比較してみた。その結果、日本株式の利益率水準は1桁台と

相対的に低く、原材料費等のコスト上昇が収益へ与える影響は最も大きいことが分かる。

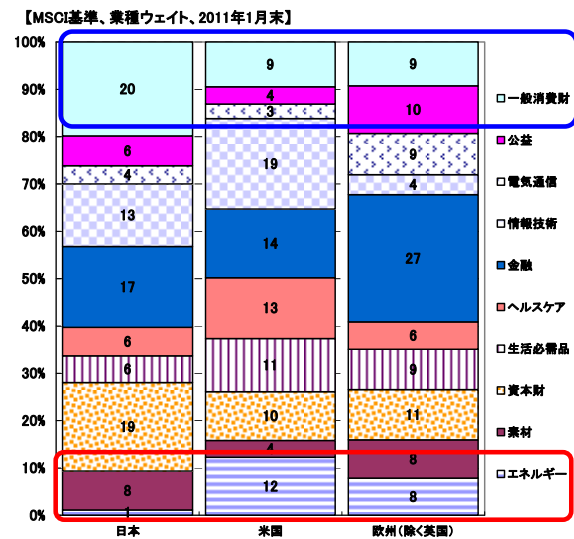
また、図表 32 において 3 極の業種ウェイトを比較してみると、インフレの背景となる商品市況高は、エネルギーセクターのウェイトが相対的に大きい米国株式が優位となる一方、ウェイトが微小である日本株式はその恩恵を十分に享受できないことが分かる。加えて、最終財である一般消費財のウェイトが全体の 20%程度を占める日本株式は、国内のデフレ圧力を多分に受けることで川上インフレを価格に転嫁することが限定的となり、低水準の利益率が一段と低下し易い。

このように、収益構造や業種ウェイトをみると、足下みられているインフレ環境が継続する場合、先進国株式内における日本株式の劣後が見込まれる。ただし、グローバルベースでは、新興国から先進国への資金シフトが継続する環境下で、先進国内での消去法的な地域選択（日本株式への資金流入）が行われる可能性を注視する必要がある。

図表 31：先進国 収益構造



図表 32：先進国インデックス業種ウェイト



(出所：Reuters EcoWin、Bloomberg、FactSet より三菱 UFJ 信託銀行作成)

VI. おわりに

金融危機後の経済は、財政政策により需要の落ち込みを回避し、金融政策のサポートで回復傾向を続けてきた。今後は金融政策のサポートを軟着陸させ、自律回復軌道を確保できるかが課題となる。グローバルには直面するインフレ圧力のコントロールに注目が集まりがちであるが、家計のバランスシート調整や不均衡の問題は未だに燻っている。加えて、今回日本で起きた大震災はグローバルに新たな不透明要因を投げかけている。

こうした中、今後各国の金融当局はインフレ圧力を抑制しつつ景気のサポートを図ると

いう極めて繊細な対応に取り組むことになる。そして、その舵取りを一步誤れば、株価急落にとどまらず、経済面でこれまでに進捗した調整は逆戻りする可能性がある。このため、マクロ環境においては、今後の金融政策の行方とその後の経済の動向が特に注目される。

また、2011年度の投資環境（主に米国株式市場）を見渡す上でも、中央銀行に対する信頼の醸成は大きな焦点である。構造調整が残存する経済環境では循環景気の改善モメンタムは相対的に脆弱である。このため、中央銀行には政策発動を少なくとも維持し続けることにより市場心理を改善させることが求められる。

その上で、2009年度以降好転した投資環境が持続するためのポイントについては、ミクロ（≡企業収益）面からみると、内需（国内景気）以上に外需、つまり海外（新興国）景気動向に注目する必要があると考えられる。

（2011年3月23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）