

例年より早い夏の到来と大震災後の電力供給制約という組み合わせにより、今夏は日常生活レベルでも異例の対応を迫られているが、事前の周到な準備や節電意識の高まりもあり、現在まで国内経済活動に大きな混乱は生じていない。一方、金融市場に目を移すと、6月下旬～7月上旬に急上昇した株価は、一旦調整した後に再度反発するなど荒れ模様で推移し、先行き予断を許さない展開となっている。こうした市場ストレスの高まりについては、国内では政治の混乱やそれに伴う復興の遅れが主因と考えられるが、それ以上に懸念されるのが海外市場の不透明感である。国内経済にとっては、復興の遅れに海外需要の減少が加われば、既に震災後の需要の対外流出が懸念されているだけにダメージは大きい。そこで、本稿では現在海外で生じている市場ストレスについて、米・欧・中国の主要3地域が抱えている課題を再認識するとともに、今後の市場安定（持続的な株価上昇）の実現性について考えてみる。

まず、足下海外で最も顕著であった市場ストレスは、欧州ソブリン債務問題である。図表1はギリシャに続く投機筋の標的となったイタリア5年物国債のCDS（デフォルト時の損失発生に対する保険料）とユーロ圏株価の推移をみたものであるが、株価は2月以降、銀行システムへの不安を反映する形で下落トレンドを辿ってきた。その中で、7月のCDS市場の動きはこれまで周縁国にとどまっていた欧州ソブリン債への信認低下がイタリアというG7メンバーでもある欧州中核国の一角へと波及し始めた点で深刻さを増した。結果、7/21には既存の救済支援の枠組みを最大限弾力的に活用する形で1,600億ユーロ規模のギリシャ追加支援が前倒し決定されることとなった。ただ、危機を脱する抜本的な手立ては何かと言えば、欧州では域内2大大国の独・仏の負担拡大や従来の国の概念を超えた超国家による信認の拡大や確保（スマギ ECB 専務理事は共同債発行を指摘）ということになる。そして、こうした超国家的枠組みの実現には政治的な対応を含めまだまだ課題山積と考えられる。

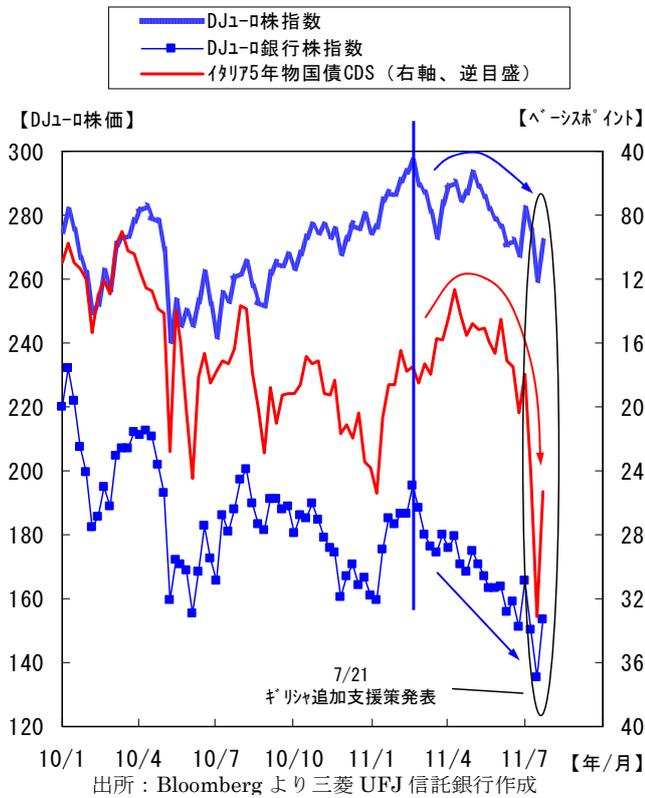
次に米国であるが、このところ景気拡大に陰りが生じ、先行き懸念が強まっている。図表2では企業景況感に加え、経済の実質的な

成長力を反映する実質金利（≒10年インフレ連動債利回り）をみているが、足下の景況感の悪化以前に、今回のバブル崩壊後は米国の成長力低下が示唆されている。バブル崩壊後はこの成長率の低下を大規模な政策で支えてきたが、債務上限を巡る財政赤字削減交渉がヤマ場を迎えるなかで需要追加策は期待できない状況である。また、金融政策もこれまで実施された量的緩和策（いわゆるQE1、QE2）は金融機関の貸出増加を通じ健全な経済活性化をもたらしたとはいえ、預貸率は低下を続け、余剰現金も積み上がっている（図表3）。グローバルには超金融緩和策に伴い発生した過剰流動性が商品市況の過度な上昇などの弊害をもたらしており、更なる量的緩和策（QE3）実現のハードルは非常に高いと考えざるを得ない。

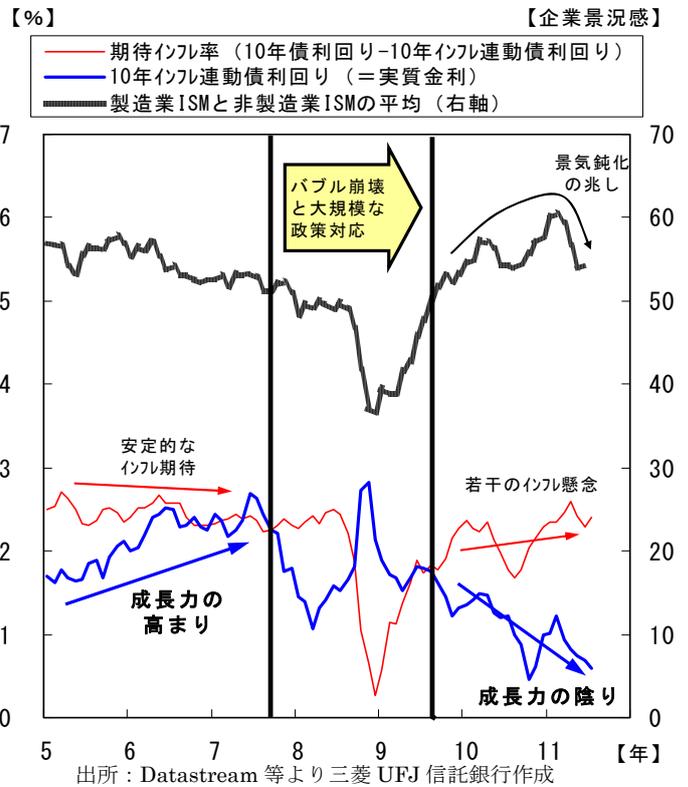
最後の焦点は中国である。中国については、バブル崩壊後の2008年12月に発表された4兆元規模の景気対策や過度な人民元高回避のために注入された流動性資金が不動産価格や物価（特に食品価格）を押し上げており、その歪みの是正が喫緊の課題となっている。図表4は中国金融機関の貸出残高を対GDP比でみているが、2009年以降に急増した貸出は段階的な金融引締め効果もあり足下でピークアウトしており、今後景気失速懸念が高まれば緩和政策へ早期に転換することを期待できそうにみえる。ただ、地方では銀行借入以外の債務が存在しており、債務自体も過少集計の可能性が指摘されるなど、実態は不透明である。また、上記の歪みが社会的な不安定性を高めていることを考慮すると、政策運営の緩和方向への転換が機動的に実現するかどうかは不透明であろう。

以上、米・欧・中国が抱える課題については、対処方法はあるものの、いずれも抜本的な措置であったり慎重かつ機敏な判断が求められるなど、急場凌ぎの対応では市場の更なる不安定化（市場ストレスの高まり）を招きかねない状況が一段と深まってきている。一方、市場は各地域の政策運営に対し従来以上に高いハードルを突きつけている。このため、2011年後半も市場ストレスは高水準で推移するとみられ、市場安定の実現に向けては政策対応の微妙な変化を注視する必要があると考えている。（2011年7月22日記）

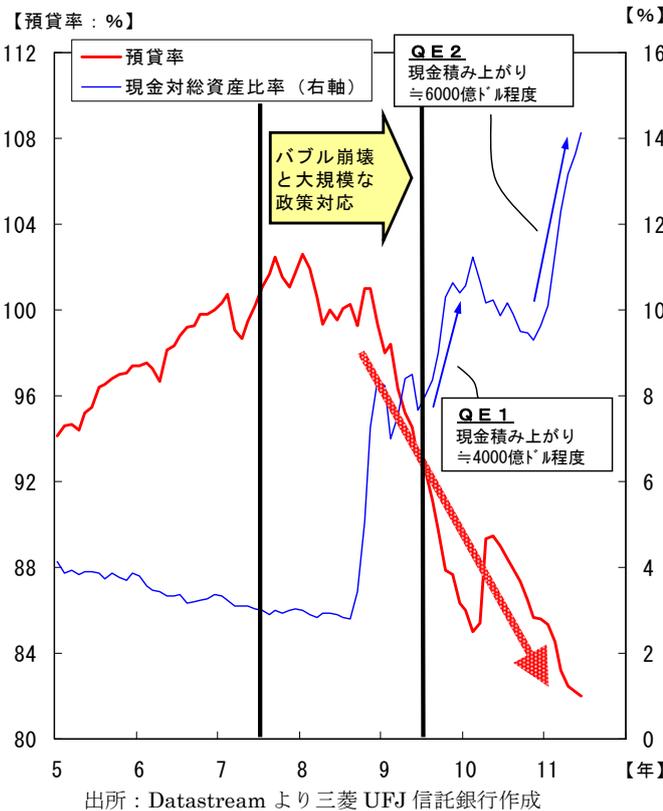
図表1：欧州金融市場の現状



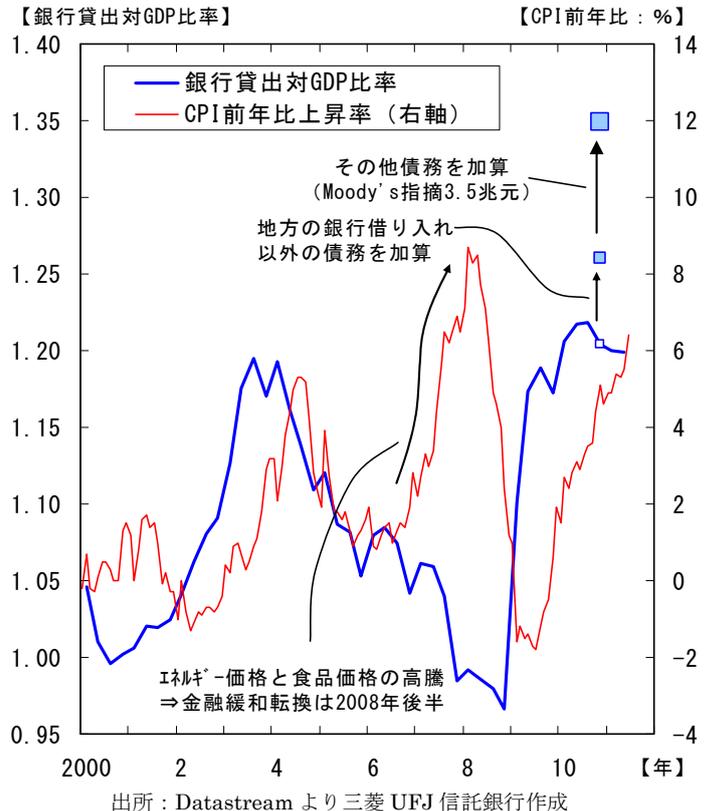
図表2：米国の企業景況感と成長期待



図表3：米国商業銀行の預貸率と現金保有状況



図表4：中国の金融機関の貸出と消費者物価



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）