

7月以降、グローバル金融市場は今年最大の調整局面を迎えている。S&P500種指数は7月高値から8/9までに19%調整するとともに、米国10年債は8/18に2%を下回る場面もみられた。また、通貨に対する信認低下を背景に、金価格は同日終値ベースで1800ドル/トロイオンスを超えるなど、リスク資産から安全資産への資金シフトが急速に起こっている。リーマン・ショック以降の大規模な財政・金融政策により底入れした主要株式市場はこのまま全面的に弱気相場入りとなるかについて検証し、先行きの金融市場を考察する。

初めに08年リーマン・ショック以降の経済環境を振り返る(図1)。株高・住宅価格高騰による資産効果を背景に所得以上に消費を拡大させた家計部門は、株価・住宅価格のピークアウトによりバランスシートが大きく毀損したことで債務返済に追われることとなった。そのため、米国GDPの70%を占める個人消費が大幅に縮小した結果、民間需要が急減した。そして、この事態に対処するため、政府部門は大規模な需要喚起策を採用した。また、中央銀行は利下げや市場の流動性確保を目的とする措置を導入するとともに、信用収縮による景気への悪影響の波及を回避するために、有価証券買い入れによる信用拡大策を段階的に導入した。

こうした大胆な財政・金融政策により09年以降の景気は持ち直し、金融市場も危機的状況を脱し安定化することとなった。ただし、債務(問題の根源)の所在は家計部門→政府部門・中央銀行へ移転したに過ぎず、足下では政策対応による副作用もみられ始めた。政府部門では大規模な資金調達による財政悪化を背景に格下げリスクが表面化し、財政再建に直面している。このため、民需による自律回復までの過渡期で必要とされる公的需要が剥落することで、景気失速懸念が高まりつつあった。そして7月以降、欧米での政策手詰りを嫌気する形で、市場はリスク回避モードへ転換したのである。

債務問題という構造問題を抱え、政策発動が後手に回る米国・欧州の状況を前提とした場合、先進国経済主導による世界経済の回復は見込み難い。そこで、世界経済のもうひとつのエンジンである、新興国、特に米国に次ぐ経済規模をもつ中国経済に注目し、先行きの

金融市場を考察する。

図2上は中国の循環景気の推移である。08年9月以降の金融緩和や11月に発表された景気対策を契機に景気は減速・後退局面を脱し、底入れ局面へ移行した。ただその後は10年1月以降の断続的な金融引締めにより、景気の改善モメンタムは鈍化し、現状は成熟局面から景気減速・後退局面への移行期に位置している。このように、中国の循環景気は金融・財政政策に規定される状況である。

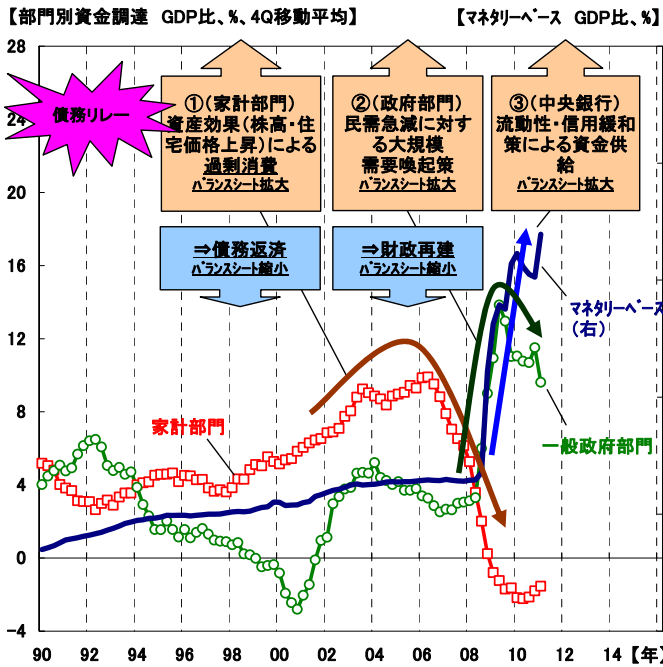
そこで、金融政策を振り返る(図3)。中国では資金流入による通貨高の上昇ピッチを抑制するためにドル買い・元売り介入が実施されている。米国でQE2がスタートした10年11月以降、当局は預金準備率の引き上げを加速させ、元売り介入分の資金吸収(不胎化)を図ってきたが、人民元の上昇ペースを年率5%程度に抑えていたことで不胎化が進展せず、過剰流動性による物価高が継続している(7月CPI前年比+6.5%)。また、金融引き締め策を中心に不胎化してきたことで、金融感応度の高い不動産・建設を中心に景気指数の悪化(図4上)が鮮明となっていることから、8月以降は流動性・インフレをコントロールする手段として、人民元の上昇にシフトする姿勢がみられる。

また、1-7月までの財政収支をみると、歳出を抑制してきたことで1.5兆元の黒字となっている(図4下)。11年当初予算ベースでは0.9兆元の財政赤字が見込まれていたことから、予算と実績の差分である財政余力は2.4兆元(対名目GDP比6%)となっており、年後半の財政出動が期待される。

以上、金融・財政政策を見渡すと、金融政策では景気配慮型へ転換する兆しがみられる。また、財政政策では今年からスタートした5ヵ年計画や、上記の財政余力が年末に向け執行されることで、中国景気を下支えすることが想定される。この状況を勘案した場合、中国株(上海総合指数)は、最大のウェイトを占める金融(含む不動産)や資本財(含む建設)セクター(図2下)の持ち直しが見込まれ、グローバル株式市場での優位性が鮮明となることが想定されよう。したがって、悲観論一色の現況において、一縷の望みを見出すべく、中国の政策動向に注目したい。

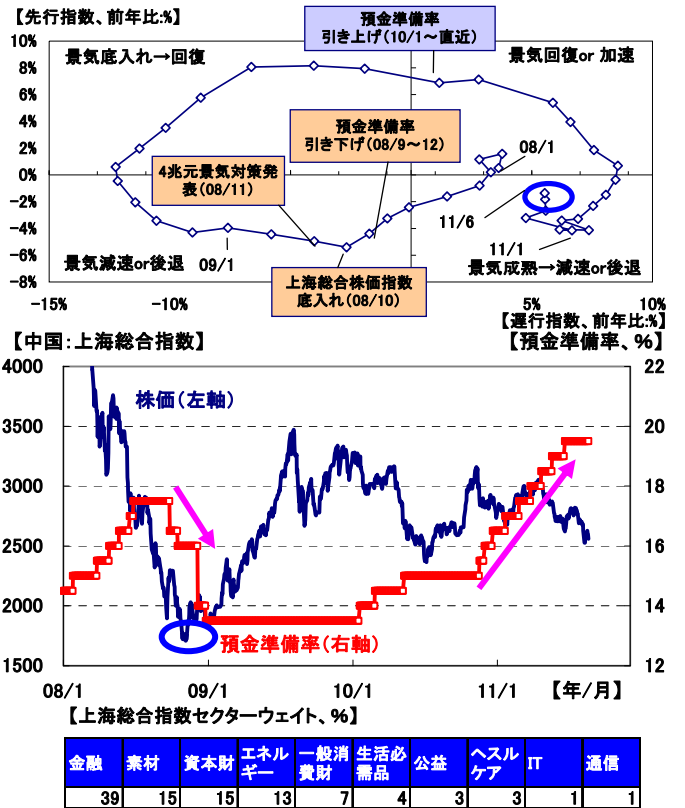
(2011年8月19日記)

図1：部門別資金調達とマネタリーベース (米国)



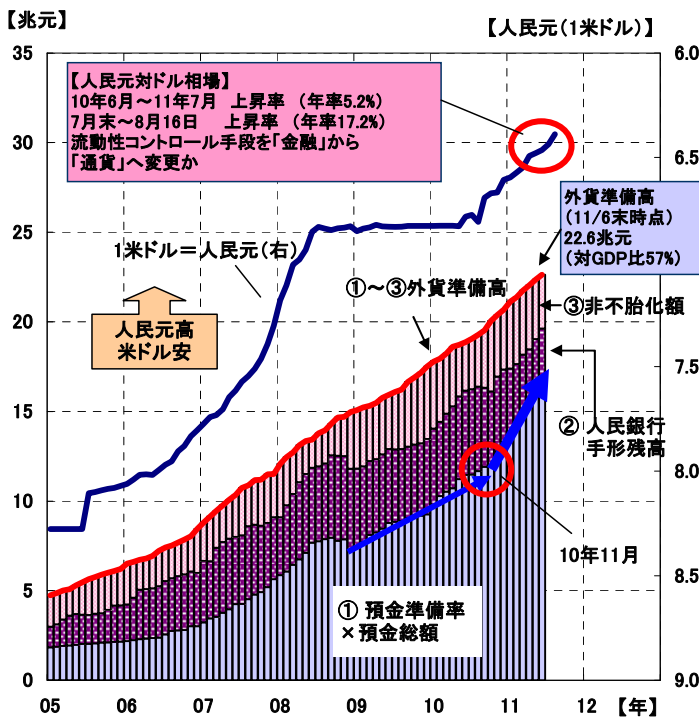
出所：Reuters EcoWin より三菱UFJ信託銀行作成

図2：(上) 循環景気・(下) 株価と預金準備率



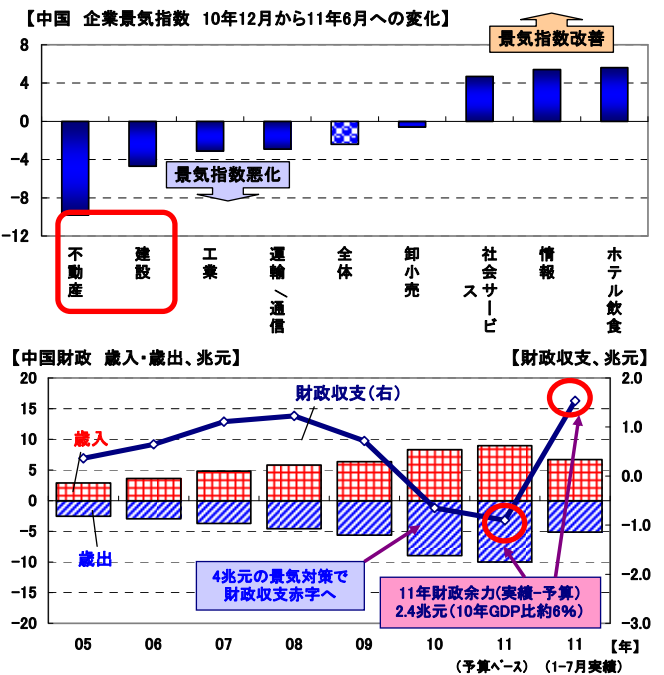
出所：Reuters EcoWin、Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

図3：中国不胎化政策と人民元



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

図4：(上) 企業景気指数・(下) 財政収支



出所：Reuters EcoWin、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）