



No.  
150

山内一三レポート

## 金融市場展望と投資戦略

2011年12月作成

国際投信投資顧問株式会社

副社長執行役員

経済調査部、投信調査室管掌

山内一三

<http://www.kokusai-am.co.jp>

## [要約]

## 米国経済の基礎体質改善が進み、長期ドル安局面の終焉近づく

## 1. 12月の欧州首脳会議・・・最後の貸し手が見えず信用不安は払拭難

ユーロ通貨危機打開の最後のチャンスと期待された12月8・9日の欧州首脳会議は、結局はその目的を達せられないまま終わりました。今後の欧州連合加盟国（英国除く）の財政運営規律を強化し、違反国には自動的に制裁を加えるという、ドイツが主張するユーロ各国の財政政策統合の強化は前進しました。しかし、現在のユーロ金融市場の信用不安を払拭するために必要な「過重債務国が抱える財政破綻リスクに備えた安全網」は、不十分のまま放置されました。このため、欧州市場の信用不安とユーロ通貨危機は当分払拭できず、市場は更なる丈夫な安全網、すなわち最終的な損失を引き受ける最後の貸し手の存在を求めて、動揺するリスクを抱えています。燃え盛る火事場に駆けつけた消防団は、リスクの大き過ぎる消火活動をおごなりにして「今後の防火対策のため規律あるルールを決議」して、満足して帰ってしまったようなものです。

ドイツとECB（欧州中央銀行）は、「市場における過重債務国の信認回復は、時間をかけても各国の財政赤字削減努力と経済効率の改善努力にかかる」として正攻法の自助努力主義を採っています。しかし市場では、過重債務国の自助努力では問題が解決しないと見て、ECBやEFSF（欧州金融安定化基金）と今後その機能を継承する予定のESM（欧州安定化メカニズム）などを通じ、「市場安定化のため際限なく過重債務国の国債を買い入れ、その損失を負担する」ことを望んでいます。また、欧州共同債券発行により、過重債務国の資金調達道を開くことが必要です。市場の要求とドイツやECBの自助努力主義との政策ギャップは依然として大きく、市場の波乱リスクが残っています。

## 2. 米国の銀行のバランスシート調整が進展し、ドル安局面は終焉へ

ユーロ経済とは対照的に、米国では金融機関のバランスシート調整が大きく進展し、米国の金融危機のリスクが払拭されつつあります。今年夏には景気底割れ懸念もありましたが、ここに来て実物経済の回復力が強まってきました。これら米国の基礎体質の改善が進み、来年前半には、2007年以降続いた円高ドル安の流れも終わり、ドル高円安に転じる可能性が高まっていると考えます。

米国のFDICの統計（連邦預金保険公社・米国の金融機関7436行を網羅）によると、米国の金融機関は、住宅のサブプライムローンの焦げ付き問題が深刻化し始めた2007年以降、今年7-9月期までに、累計1.38兆ドル（約108兆円相当）という巨額の不良債権処理を進めてきました。2007年当時には、住宅担保ローン残高規模が約10兆ドルで、うちサブプライムローン残高は約1.3兆ドルでした。したがって金融機関の不良債権処理累計額は、当時のサブプライムローン残高全体を超えており、不良債権の処理は完全に峠を越えていると見られます。また、金融機関全体の収益力も改善し、ほぼサブプライム問題が深刻化する前の正常な利益水準に復帰しています。米国金融機関の財務体質を映す自己資本比率を見ると、リーマン・ショック時には一時9%台まで落ち込みましたが、リスク資産を減らす一方、増資により資本を増強するというバランスシート調整を進めた結果、現在はリーマン・ショック前を大きく上回る13%台を達成しています（バーゼル協定では国際基準のコア tier 1 ベースで7%以上を義務化）。財務面からは、新たな貸し出しやリスク資産を増やす余裕が出ていると見られ、すでに企業向け銀行融資は増加しています。わが国では、2007年以降の円高進行過程で、円資産、中でもわが国の安全資産としての国債に、家計の資金も金融機関の資金も集中するという現象が続いてきました。しかし来年は、成長力の回復が期待できる新興国資産と、円安ドル高への基調転換を予想してドル資産が投資対象として有望になると考えます。

## ■12月の欧州首脳会議・・・最後の貸し手が見えず信用不安は払拭難

### ドイツ主導の自助努力主義は正攻法だが、足元のユーロ危機対応策には不十分

ユーロ通貨危機打開の最後のチャンスと期待された12月8・9日の欧州首脳会議は、結局はその目的を達せられないまま終わりました。今後の欧州連合加盟国（英国除く）の財政運営規律を強化し、違反国には自動的に制裁を加えるという、ドイツが主張するユーロ各国の財政政策統合の強化策には合意がとれました。しかし、現在のユーロ金融市場の信用不安を払拭するために必要な「過重債務国の財政破綻リスクに備えた安全網」は、不十分のまま放置されました。このため、欧州市場の信用不安と通貨危機は当分払拭できず、市場は更なる丈夫な安全網、すなわち最終的に損失を負担する最後の貸し手の存在を求めて、動揺するリスクを抱えてしまいました。燃え盛る火事場に駆けつけた消防団は、リスクの大き過ぎる消火活動をおさなりにして「今後の防火対策のため規律あるルールを決議」して、満足して帰ってしまったようなものです。

まずドイツとECB（欧州中央銀行）は、市場が期待した「市場安定化のためECBが、際限なく過重債務国の国債を買い入れる」ことを拒否しました。また、現在のEFSF（欧州金融安定化基金）やその機能を引き継いで来年7月から稼動が予定されているESM（欧州安定メカニズム）が、「ECBから融資を受けて際限なく過重債務国に資金を供給する」ために、銀行機能を持たせることも封じました。さらにESMが、資金調達が可能になった過重債務国に肩代わりして、欧州共同債を発行し資金調達するという構想も拒否しました。このため、ユーロ危機に際して市場からの資金調達が不能になった過重債務国や金融機関への資金供給は限られており、これまでどおりECBによる短期資金の銀行への融資と限りあるEFSFの長期融資に頼らざるを得ません。今回ECBは、短期のみならず期間3年の銀行への資金貸し出しを可能にしましたが、あくまでも流動性を供給するにとどまります。EFSFは、4400億ユーロ（すでにギリシャなどに融資しており融資余力は2000億ユーロ程度）の融資能力を持っていますが、来年ESMがこの機能を引き継ぎます。引継ぎ後のESMの融資能力の上限は5000億ユーロで、危機対応時の資金供給力は限定されています。加えて欧州諸国は、IMF（国際通貨基金）に2000億ユーロを拠出して、IMFから資金供給協力を仰ぐ方針を固めました。現状、IMFの資金供給力は3000億ユーロ程度と見られます。いずれにしても、スペインやイタリアに信用不安が及びユーロ市場がパニックになると、ユーロの現在程度の資金供給力では、市場の不安を解消するのは困難でしょう。

数千億ドル規模の資金供給能力は、ギリシャやポルトガルのようなユーロ周辺の小国の救済には有効ですが、16000億ユーロ規模の国債発行残を抱えるイタリアや6000億ユーロ規模の国債発行残を抱えるスペインなどの大国の救済には能力不足であるといえます。今年後半に見られたように、金融市場でリスク回避現象が進行し信用不安が広がると、次々と連鎖反動的に過重財政赤字を抱える国の国債が売られ、その国債を保有する各国の銀行が信用不安に襲われます。価格下落を恐れて投資家が国債を手放そうとすると、さらに国債の価格が下落します。政府も銀行も市場での資金調達が不可能になり、信用不安が連鎖的に増幅します。今秋には、一時的にイタリアからフランスの国債にまで信用不安が伝播し、欧州金融市場の信用不安が増幅されて、パニックに陥りました。市場のパニックを抑えて、ユーロ通貨の信認を守るためには、ECBでもESMでもいいのですが、金融危機発生時には無制限に資金を供給し損失を引き受ける最後の貸し手役を担う機関の存在が必要だと考えます。

## 市場の信認回復には国別の自助努力に限界、必要なユーロ諸国の共同信用

ドイツの政治姿勢は、最後の貸し手役の必要性を否定し、「市場からの信認は、各国が財政赤字の削減努力をし、経済を効率化して成長力を取り戻すことでしか得られない。」という原則論の自助努力主義の立場を崩していません。しかし、ギリシャに見られるように増税や賃金カット、年金カットなどによって財政赤字削減努力しようとする、国民の政治不信が高まりストライキが頻発し、経済が疲弊して収縮し税収が減るため、結局、財政赤字は減少しません。本来なら財政再建を進めるときには、一旦ユーロ通貨体制を離脱して自国通貨を切り下げます。これを梃子に国際競争力が回復する輸出部門が、緊縮財政で弱まる国内需要を補完して、景気の落ち込みを緩和します。しかし、ユーロ通貨体制内では通貨切り下げは不可能で、緊縮財政政策は景気悪化を進行させてしまいます。今後、イタリアもスペインも、さらに追加の財政赤字削減策をとろうとすると経済成長が犠牲になります。国民の政治不信が高まり経済が疲弊し、財政の赤字削減が進まないのではという市場の信用不安が高まるリスクを抱えます。

将来に備えたユーロ諸国の財政赤字問題の予防策としては、ドイツが主張する各国の財政規律を強化し、財政政策を収斂させて財政赤字の発生を防ぐ策は正論です。しかし、すでに現在、ユーロ通貨統合の結果発生してしまった南欧諸国の過重債務問題は、各国の財政赤字の処理能力を超えていると見られます。ユーロ通貨制度が存在しなければ、ドイツやフランスや英国の投資家が、無防備にアイルランド、ギリシャ、ポルトガル、スペインなどに、投資対象国のGDP規模を上回るような巨額の資金を、低金利で集中投資するという事は起こりえなかったでしょう。その意味で、すでに起こったユーロ通貨危機は、過重債務国とそこに野放図に貸し付けた債権国との共同責任といえます。

## 財政破綻の処理損失の負担をめぐる政策の駆け引き

このため、欧州の財政危機や信用不安を払拭するには、ユーロ各国共同の信用の裏づけと共同責任を負う不良債務の処理能力が不可欠と考えます。ユーロ各国の共同信用で担保された欧州共同債発行による資金調達が必要でしょう。また、自力での返済が不能に陥っていると思われるギリシャ国債の破綻処理コスト負担、そのほか、今後予想される過重債務国の返済計画の繰り延べ策や債務削減などに伴う巨額の資金供給と多額の損失負担を、ユーロ各国の信用に裏打ちされたECBが直接負担するのか、EFSFやESMに銀行資格を与えて、そこにECBが際限なく融資する方法で、最後はユーロ諸国が共同で損失負担をする必要があります。

ドイツを始めユーロ各国の政府は、自国の追加的な財政負担になる損失処理の引き受けには、当然ながら後ろ向きです。したがって、将来の損失負担を抑制するために、負担率の大きいドイツは、上記のように極力過重債務国に対する追加資金供給を抑えようと躍起です。金融危機対策も原則論である過重債務国の自助努力を要求します。しかし、足元はユーロ過重債務国と銀行が破綻の危機に瀕しており、芋づる式に危機は他の過重債務国へと連鎖し、ユーロ通貨体制は崩壊のリスクを抱えます。依然として、最後の貸し手の登場を求める市場と、厳しい過重債務国の自助努力を求めるドイツとの政策ギャップをめぐって、ユーロ経済とユーロ通貨市場が動揺するリスクが残っています。

## ■米国の銀行のバランスシート調整が進展し、ドル安局面の終焉へ

### 金融機関の財務体質の改善が顕著で、米国経済の基礎体質の改善が進む

ユーロ危機対策をめぐって混迷続く欧州と異なり、米国では金融機関のバランスシート調整が大きく進展し、ユーロ危機の伝播に対する抵抗力を強めています。米国経済の基礎体質の改善が進んでおり、経済が今秋から回復力を強めてきたこととあいまって、すでにユーロ通貨に対しては今年後半からドル高が進行しています。円に対しても、今後ドル安進行懸念が徐々に払拭され、2007年以来の円高ドル安局面が終焉し、来年は円安ドル高局面入りが見込めます。

足元の経済指標が示す米国の景況感の回復に加えて、これまで重ねて報告してきましたが中長期視点からも、ドル安の根源にあった「海外からの借金による米国の過剰消費体質」が、2008年のリーマン・ショック後に完全に払拭されています。米国の金融市場の貯蓄投資バランスに如実に反映しているように、赤字になっていた米国の家計部門の貯蓄率が一気に黒字に転じています（図表-1）。1990年代末期から旺盛な借入金の増加によって家計部門は消費を続け、それを補うために海外債務と輸入超過による貿易赤字が増加するというドル安志向の貯蓄投資バランス構造が大転換しています。このため、リーマン・ショック後の景気刺激政策によって米国の政府部門が巨額の財政赤字を出していますが、国内の事業会社部門（非金融部門）の貯蓄超過と家計部門の貯蓄超過が、巨額の財政赤字を補填しています。米国の事業会社は、高収益に加えて足元の景気減速で資金需要が減少し貯蓄超過になっています。米国の大幅な財政赤字は海外資金の供給増加に依存せずに済み、徐々に海外資金依存というドル安要因が解消に向かっています。

米国連銀は、再来年の夏ごろまでゼロ金利政策を採る意向を示しており、金融政策面からは日米短期金利差が拡大しないため、依然としてドル安懸念が市場を支配しているようです。しかし、米国の経済実態が徐々に正常化していることから判断すると、昨年のQE2のような米国連銀のなりふり構わない巨額の資金供給策も一段落してきましょう。また、たとえ今後、QE3を実施したとしても、市場はQE2で見られたように、短期の景気刺激効果しか持たずかつ副作用の大きい政策には、種がばれた米国連銀の手品のようなもので、もはや大して反応はしないと思います。

今後、緩やかな景気回復への信頼が高まると、現在、米国連銀の金融政策によって2%前後引き下げられた米国10年債の長期金利が、徐々に3%を超える正常な水準に向かって上昇し始めると見られます。日米の長期金利差が拡大し、2007年来のドル安局面も終わるのではと考えています。

### 米国金融機関の不良債権処理額累計が1.38兆ドル（約108兆円）を超える

米国のFDICの統計（連邦預金保険公社・米国の金融機関数7436行を網羅）によると、米国の金融機関は、住宅のサブプライムローンの焦げ付き問題が深刻化しはじめた2007年以降、リーマン・ショックをはさんで今年7-9月期までに、累計1.38兆ドル（約108兆円相当）という巨額の不良債権処理を進めてきました。2007年当時には住宅担保ローン残高規模が約10兆ドル、うちサブプライムローン残高は約1.3兆ドルでしたが、その後の金融機関の不良債権処理累計額は当時のサブプライムローン残高を超えており、不良債権の処理は完全に峠を越えていると見られます。ここに来て不良債権処理額は、2009年当時の年間4500億ドルから2011年には年率換算で2000億ドルへと半減しています。不良債権処理の進展とともに、米国連銀のゼロ金利政策によって金融機関の借り入れ負担が減少したこととあいまって、金融機関全体の収益力も改善しています。不良債権処理負担が嵩み、2008年、2009年と経常利益は赤字に転落して

いました。しかし、2010年は年間1235億ドルの黒字、2011年は9月までの3四半期累計で1330億ドルの黒字となり、ほぼサブプライム問題が深刻化する前の正常な利益水準にまで復帰しています（図表-2）。

ただ、米国の家計部門では、金融機関のように将来の損失を予想して評価損を計上したり、巨額の貸し倒れ引当金を計上するというような会計処理が出来ないために、金融機関とは非対称にバランスシートの調整に時間がかかっています。このため金融機関の融資総額に占める住宅ローンなどの不良債権比率は、昨年までの5%水準から、今年に入って4%台へと確実にピークアウトしてきましたが、平常時の1%以下の水準から見れば依然見掛けは高い水準です（図表-3）。しかし、不良債権の実態を見ると、不良債権予備軍とも言うべき返済遅延債権に対しては、今年に入って返済条件の見直しや引当金の積み増し処理を急速に進めており、野放図な損失が発生しないよう不良債権の管理能力が高まっています。

米国金融機関の財務体質を映す基本指標である、自己資本比率を見ると、リーマン・ショック時には一時9%台まで落ち込みましたが、リスク資産を減らし他方で資本を増強するというバランスシート調整を進めた結果、現在はすでにリーマン・ショック前を大きく上回る13%台を達成しています（図表-4）（バーゼル協定では国際基準のコアtier 1 ベースで7%以上を義務化）。財務面からは、米国金融機関は新たな貸し出しやリスク資産を増やす余裕が徐々に出ていていると見られ、すでに企業向け融資は前年比10%近い伸びを示しています。また、リーマン・ショック後に急減してきた住宅担保ローンなど家計部門向け融資も、ここに来て徐々に下げ止まってきています。このため、これまで景気回復の足枷であった米国金融機関全体の貸し出しの減少というデフレ要因が軽減され、今後金融機関の貸し出し全体は増加に転じていくと見られます（図表-5）。

欧州では、ストレステストによって金融機関の財務体質をチェックし、来年6月までにtier1ベースの自己資本比率で9%を満たす努力が続けられています。金融市場の混乱が続く欧州に比して、米国の金融機関の財務体質改善が逸早く進行し、欧州に先行していることがわかります。

## 米国の実体経済の底堅さ目立つ経済指標が相次ぐ

今年夏場に景気底割れを懸念された米国の経済は、市場の予想に反して底堅い動きを続けています。11月末に発表された米国の7-9月期GDP統計でも、前期比年率2%成長と底堅さを示しています。個人消費、企業設備投資、輸出の三本柱が、米国経済の緩やかな成長に寄与しているためです。欧州経済の低迷が続くにもかかわらず、先行きもこの流れは続くと思います（図表-6）。

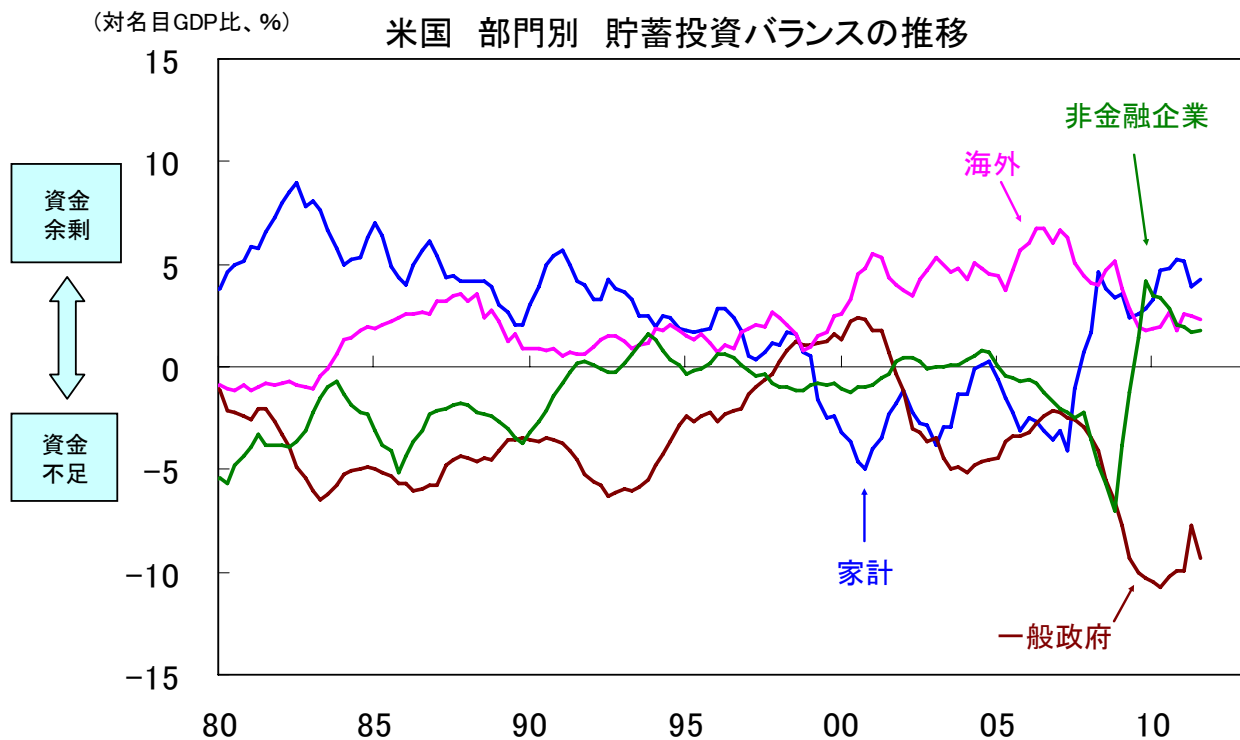
米国の家計部門は、かつての不動産住宅バブル期に住宅ローンを中心に過剰債務を抱えたまま借金の返済に追われており長引くと見られ、正常化まではまだ3年ぐらいかかりましょう。しかし、年間1%近い米国の人口増加が続くため、消費は2%前後の伸びが見込めるようです。米国の企業部門は、リーマン・ショック後のリストラで収益力を高め潤沢な自己資金を抱えています。加えて、アップルやグーグル、IBMなどの情報関連産業やGE、ボーイングなどインフラ産業、石油メジャー企業などのエネルギー産業、バイオ・農産物関連産業など多国籍企業がドル安とグローバル経済化の流れに乗り収益力を高めており、高水準の研究開発投資や設備投資の拡大が続くと見られます。ユーロ危機で欧州の経済成長力が低下しており、また新興国はインフレ対策で金融引き締めを続けてきたため、米国の輸出の伸びは小幅になっています。他方、米国の輸入額は、原油価格の変動に大きく左右されますが、国内消費が抑制され原油以外の財輸入が減少しているため、純輸出（輸出入の差額）が経済成長に寄与しています。

雇用統計を見ても、今年9月から11月にかけて月間14万人前後の雇用者数増加が続いています。製造業の景況感指数（ISM製造業景気指数）も、11月は新規受注見通しなど景気の先行きを占う鍵となる指標が好転しており、夏場の好不況の分岐点となる50前後の水準から52.7へと回復してきました。

来年春以降は新興国経済の回復が見込め、低迷する世界経済の牽引役として期待されます。現在、新興国では、今年前半のインフレ懸念を鎮めるために金融引き締め策をとってきましたが、後半からは一部の国で利下げなど景気刺激を意図した金融緩和策や財政拡大策など政策転換を進めています。この新興国での金融緩和策が景気回復に寄与すると見られ、来年春以降からは景気牽引役として、新興国経済による世界経済への寄与が徐々に期待できます。新興国の中でも、中国やインド、インドネシアなど人口の多い国は潜在的には内需の成長力が強く、今秋のIMF予想でも新興国全体のGDP成長率を2011年が6.4%、2012年も6.1%と比較的高い伸びを予想しています。ちなみに先進国経済は2011年1.6%、2012年1.9%の伸びと低迷を予想しています。このため先進国にとって、総じて内需の回復は鈍いと見られるため、新興国向け輸出が回復し始めれば、先進国の経済成長にとって朗報になりましょう。

結論として、ユーロ通貨価値の回復にはまだ時間がかかりそうですが、来年は米国経済の回復とともにドル安局面の終焉、さらにドルの通貨価値の回復が期待できると考えます。2007年以降の円高進行過程では経済のデフレ基調が続き、円資産の中でも安全資産とされるわが国の国債に家計の資金も金融機関の資金も一極集中するという現象が続いてきました。しかし来年は、円高ドル安局面が反転の兆しを見せれると思われ、来年の年後半から景気回復が見込まれる新興国の資産と並んで、久々にドル資産が投資対象として有望になってくると考えます。

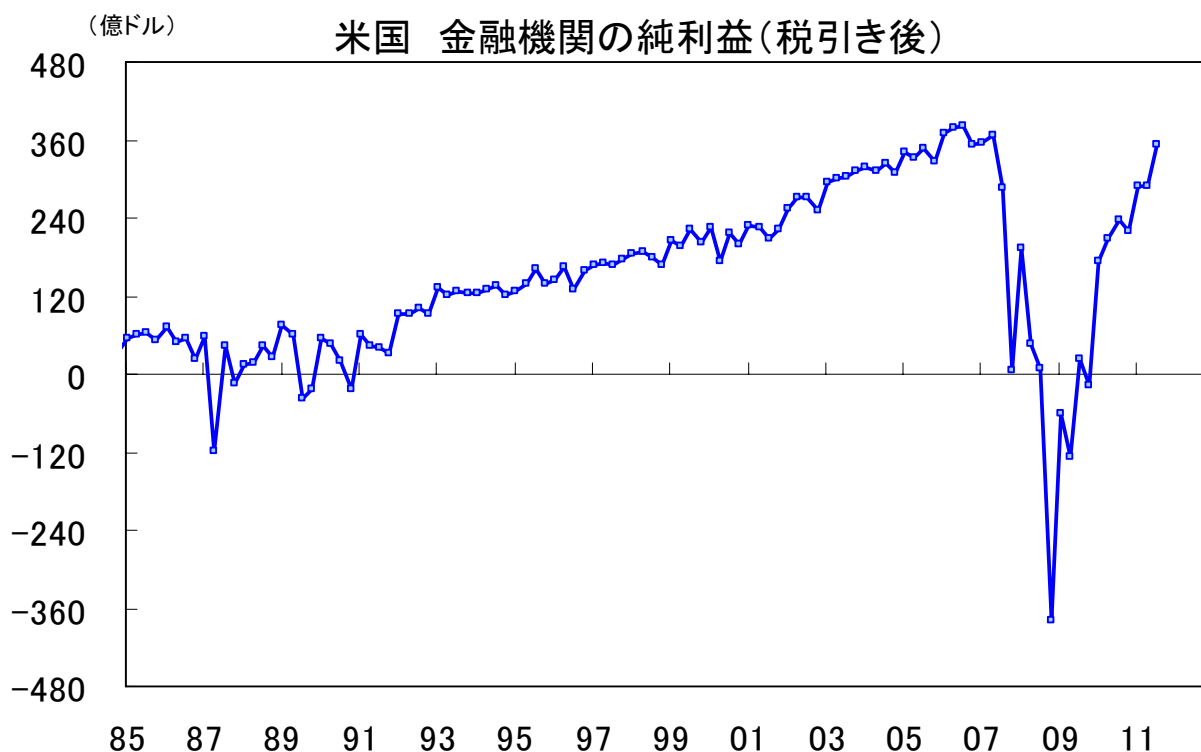
図表-1



注) データは4四半期の移動平均値を使用。直近値は2011年7-9月期。

出所) FRB

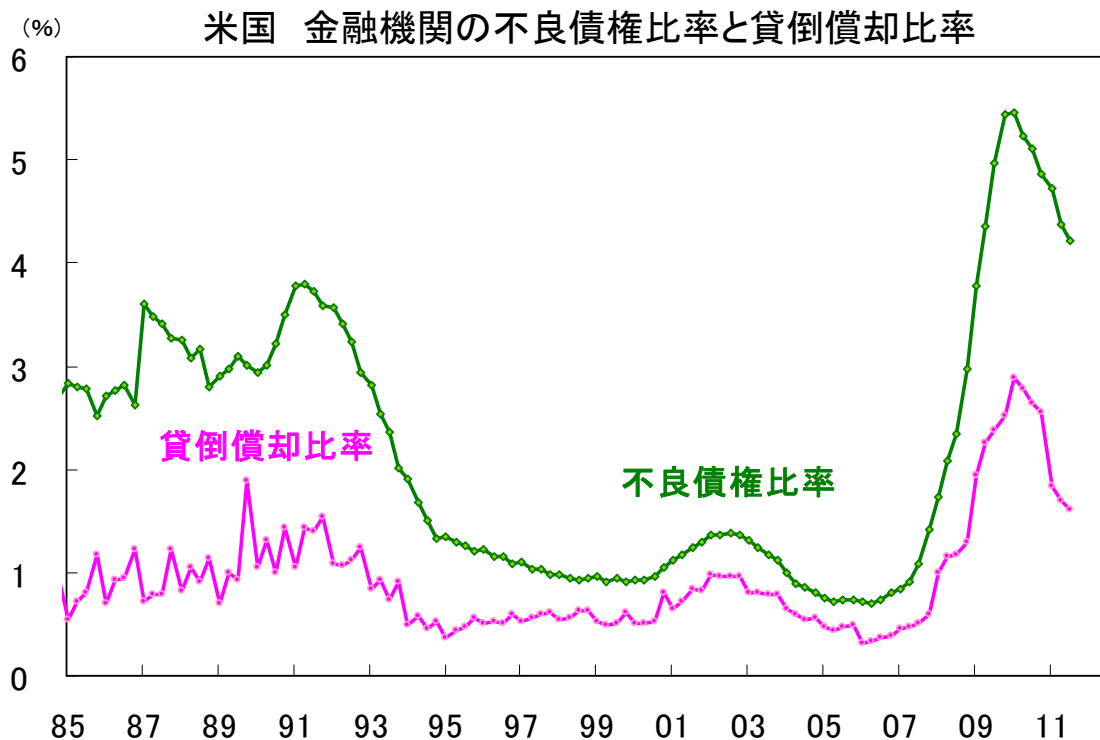
図表-2



注) 直近値は2011年7-9月期。

出所) FDIC

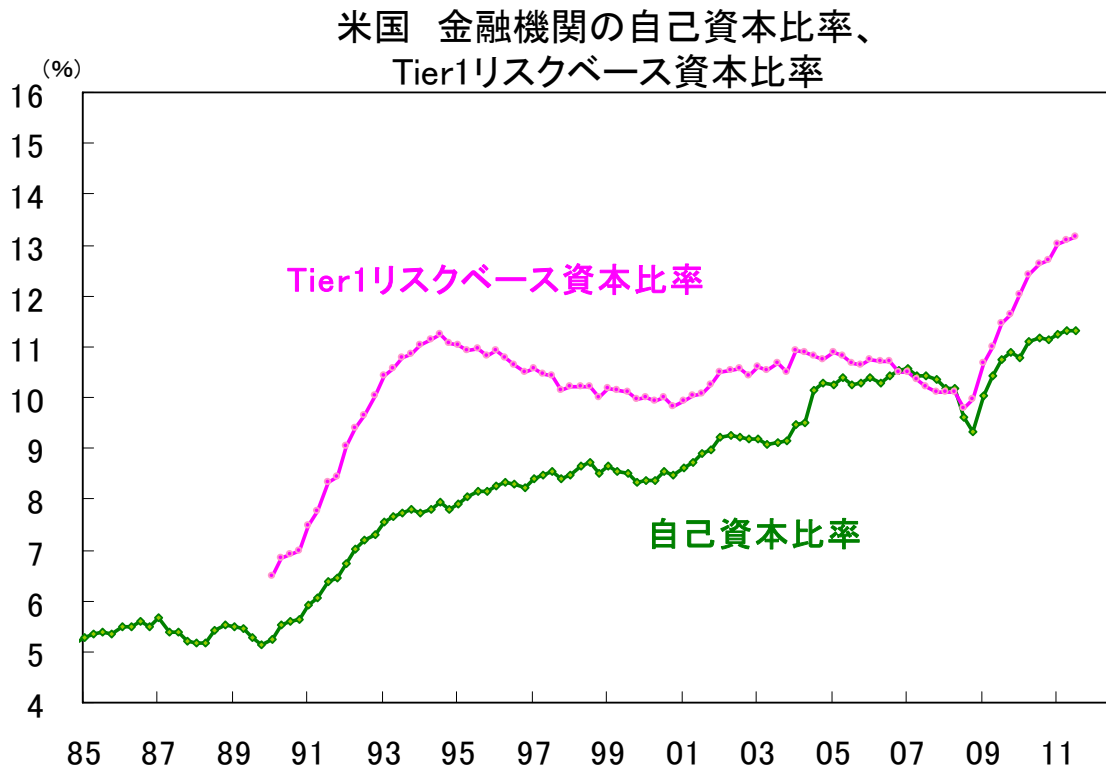
図表-3



注) 直近値は2011年7-9月期。

出所) FDIC

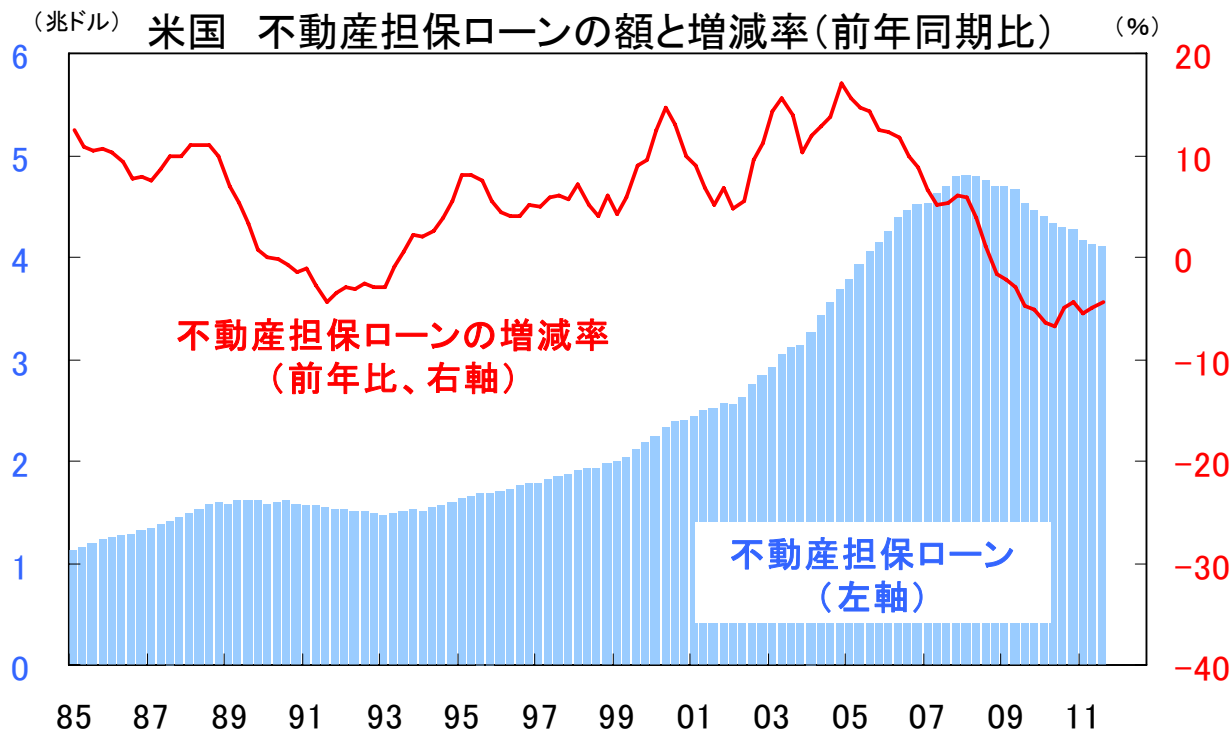
図表-4



注) 直近値は2011年7-9月期。

出所) FDIC

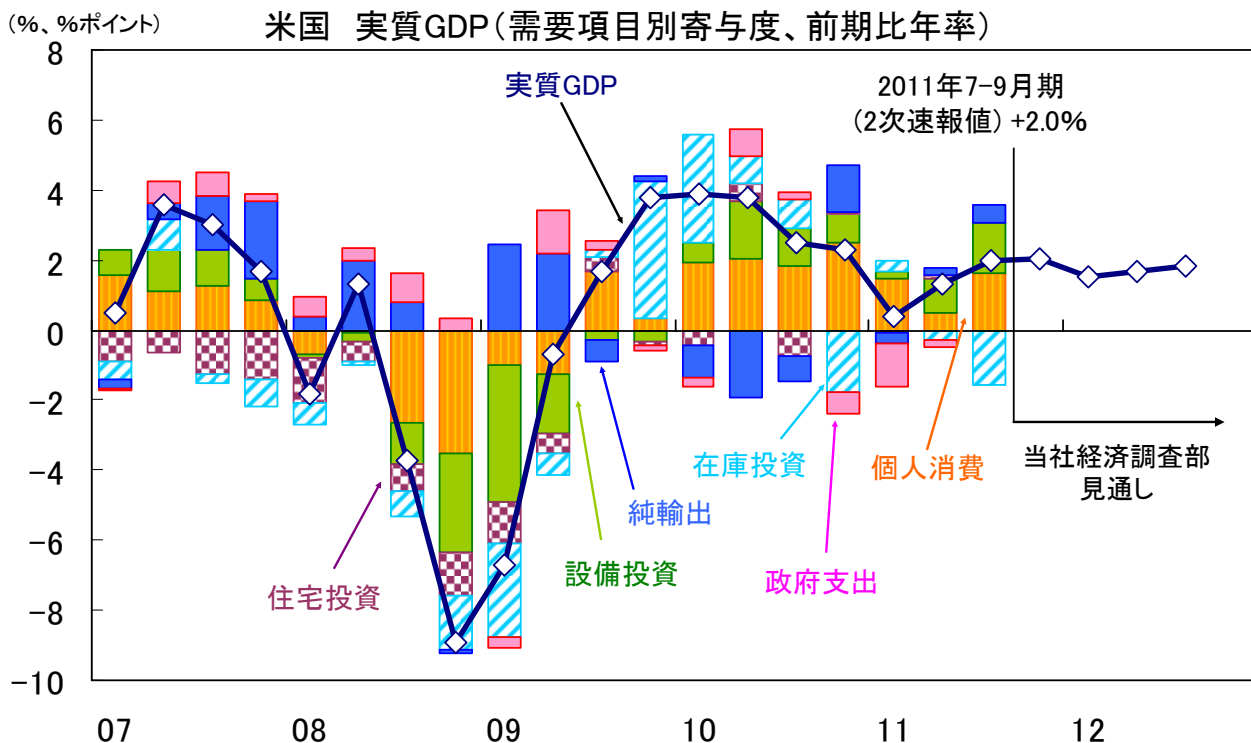
図表-5



注) 直近値は2011年7-9月期。

出所) FDIC

図表-6



注) 直近値は2011年7-9月期。

出所) 米商務省



### 本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。  
本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はいくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の執筆者の見解です。なお、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。