

2010年5月24日

アライアンス・バーンスタイン株式会社

### 最近の金融市場の動向について

5月に入り、ギリシャの財政問題に端を発した欧州の債務危機の拡大懸念や米国の金融規制改革法案の進展を受けて、投資家のリスク回避傾向が高まったことなどから、世界の株式市場は大きく下落しました（図表1）。

外国為替市場では、欧州の債務危機を受けてユーロが売られる一方、投資家のリスク回避を受けて、円キャリー取引の解消に伴い円が買い戻されました（図表2）。

債券市場では質への逃避から、安全と考えられている国債などへ資金が流入したことから国債の価格は上昇（利回りは低下）しました（図表3）。

今回の金融市場の混乱の一因となった欧州経済の見通しなどについて、アライアンス・バーンスタイン・グループのエコノミストのレポートをお送りいたします。

【図表 1】 2010年5月21日時点

指数	4月30日からの騰落率
S&P 500	-8.34%
ダウ・ジョーンズ・ユーロストック50	-8.62%
日経平均	-11.51%
MSCI エマージング(現地通貨ベース)	-8.57%

【図表 2】 2010年5月21日時点

指数	4月30日からの変化
米ドル/円レート	4円11銭(4.37%)の円高米ドル安
ユーロ/円レート	11円76銭(9.45%)の円高ユーロ安

#### 当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供のみを目的としており、アライアンス・バーンスタイン（アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。）が作成したものを、アライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳・作成したもので、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断される情報をもとに作成しておりますが、その正確性、適時性を保証するものではありません。また、当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料は2010年5月21日現在のものであり今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数の開発元または公表元に帰属します。

【図表 3】

2010年5月21日時点

指数	4月30日からの騰落率
シティグループ世界国債インデックス(現地通貨ベース)	+1.54%
バークレイズ・キャピタル・グローバル総合インデックス	-0.50%
JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル	-2.25%
バンク・オブ・アメリカ・メリル・リンチ・米国ハイ・イールド・マスターII・インデックス	-3.78%

以上

欧州経済見通し—2010年5月21日

## 金融市場の緊張がユーロ圏の景気回復に影を落とす

### ■ ダレン・ウィリアムス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
欧州担当シニア・エコノミスト—グローバル・エコノミック・リサーチ

世界経済が力強く拡大し、緩和的な金融政策が継続され、ユーロ圏安が進む状況下では、通常であればユーロ圏経済は着実に成長するはずである。しかし、信用市場の混乱は、まだ足取りがしっかりしないユーロ圏経済に重大なリスクをもたらす。金融市場の緊張は、長引けば長引くほど、その悪影響が良好なファンダメンタルズを毀損してしまう恐れが高まる。

ユーロ圏諸国の危機がグローバル市場に波及し、景気への悪影響を懸念する声が強まっている。政策担当者の中には現状を欧州にとって戦後最大の危機と呼ぶ向きもあるが、こうした極端に悲観的な見方には同意できない。

危機の影響を把握する場合、これらの出来事が他と無関係に起きているわけではないことを認識することが重要である。実際、現在はグローバル製造業購買担当者指数(PMI)などの主要指標が示すように、世界経済は力強く拡大している(図表1)。ユーロ圏においても、主要国では景気回復傾向が鮮明になっている。

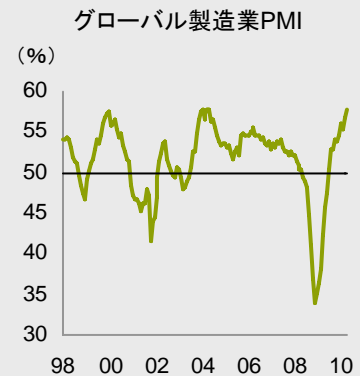
このように良好な世界の経済環境を踏まえ、今回の危機がユーロ圏経済に影響をおよぼしそうな主な経路を検証することが重要である。その中で最も顕著で、市場の注目を集めているのは、一部のユーロ圏諸国における財政再建ペースの加速である。ソブリン債務危機に対応し、ポルトガル

とスペインは今年の財政赤字をそれぞれ国内総生産(GDP)比1.5%と1.0%削減する追加措置を発表した。しかし、ユーロ圏全体で見ると、これらは合計でもGDP比0.1%に過ぎず、同地域全般の財政政策は今年も中立からやや拡張的な状態が続く見通しである。来年は財政政策が引き締めに転じるだろうが、景気への短期的な影響は限定的である。

一方、市場は今回の危機がもたらすプラスの影響を無視しているようだ。例えば、欧州中央銀行(ECB)はすでに出口政策を断念した。この結果、ユーロ圏の銀行システムには今後も潤沢な流動性が供給され、利上げはかなり先送りされることになる。また、大半のユーロ圏諸国において長期金利が大きく低下していることも見逃せない(図表2)。

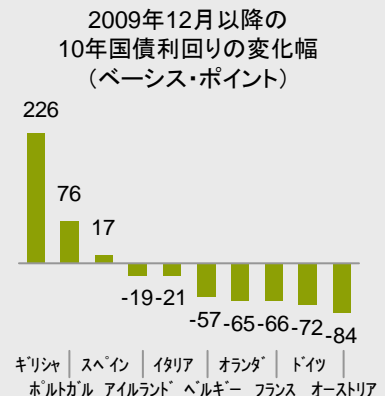
また、最大のプラス要因は、極端に過大評価されていたユーロが下落したことである。ユーロの実効レートは2009年10月のピーク

図表1  
好調な世界経済



出所:ヘイバー・アナリティクス、マーケット、アライアンス・バーンスタイン

図表2  
大半のユーロ圏諸国で  
長期金利が低下



出所:ブルームバーグ、アライアンス・バーンスタイン

#### 当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供のみを目的としており、アライアンス・バーンスタイン(アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。)が作成したものを、アライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳・作成したもので、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断される情報をもとに作成しておりますが、その正確性、適時性を保証するものではありません。また、当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料は2010年5月21日現在のものであり今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数の開発元または公表元に帰属します。

から10%以上も下落している(図表3)。これはユーロ圏にとって非常に大きな景気刺激要因であり、その影響でユーロ圏の成長率は2011年にかけて約1%押し上げられる見込みである。

これらすべての要因の総合的な影響はプラスになると見られる。しかし、今回の危機が経済に影響を及ぼす経路は他にもある。そうした影響を定量的に把握することは難しいが、いずれもマイナスである。

第1は、景気回復がまだしっかり定着していない時期だけに、家計や企業の心理面を通じた経路である。今のところ、データは底堅く推移している。消費者信頼感指数は5月にやや低下したものの、3月の水準に戻った程度である。また、5月のドイツIfo企業景況感指数は期待指数がほぼ横ばいで、過去のサイクルのピーク近くにある(図表4)。まだ危機の影響を判断するには早すぎるものの、心強い数字である。

第2の経路は信用市場を通じたものである。先の金融危機では信用収縮が起こり、株価の急落、信用スプレッドの拡大、銀行の資金繰り悪化などがユーロ圏経済に深刻な打撃を与えたため、この点は特に心配される。

これらの指標はまだ当時の極端な水準には達していない。信用収縮時はユーロ圏の株式市場が60%も急落したが、今年に入ってから下落幅は15%である。信用スプレッドも拡大幅は当時に比べるとかなり小さい。

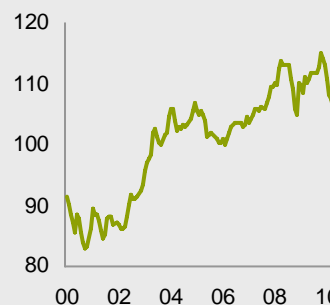
ユーロ圏では信用供給の大半を銀行が担っているため、銀行システムが正常に機能することはきわめて重要である。他のユーロ圏諸国がギリシャ支援に前向きな理由の一つは、デフォルトが起きた場合のユーロ圏銀行システムへの影響である。

この分野でも、今のところは心強い兆候が見られる。銀行システムの緊張を示すいくつかの指標は上昇しているものの、信用収縮時に比べるとかなり落ち着いている(図表5)。その理由の一つとして挙げられるのは、銀行の体力が回復していることだ。ECBが流動性を無制限に供給する構えであることもそれ以上に重要である。ECBは必要がある限り流動性の供給を続けると見られ、これはユーロ圏の銀行にとって極めて重大なサポートとなっている。

ただ、現在は先行きについて不透明感が強まっている。世界経済が力強く拡大し、緩和的な金融政策が継続され、ユーロ圏が進む状況下では、通常であればユーロ圏経済は着実に成長するはずである。しかし、信用市場の混乱は、まだ足取りがしっかりしないユーロ圏経済に重大なリスクをもたらす。金融市場の緊張は、長引けば長引くほど、その悪影響が良好なファンダメンタルズを毀損してしまう恐れが高まる。

図表3  
最近のユーロ圏は大きな景気刺激要因

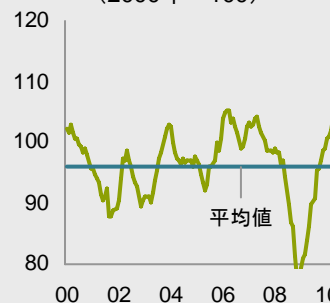
ユーロの貿易加重為替レート指数  
(1999年1-3月期=100)



出所:欧州中央銀行、ヘイバー・アナリティクス、アライアンス・バーンスタイン

図表4  
ドイツ企業景況感は堅調を継続

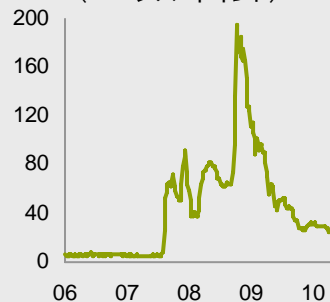
ドイツ企業景況感指数  
(2000年=100)



出所:欧州中央銀行、ヘイバー・アナリティクス、アライアンス・バーンスタイン

図表5  
銀行の資金調達への影響は限定的

3ヶ月銀行間金利-翌日物金利  
(ベース・ポイント)



出所:ブルームバーグ、アライアンス・バーンスタイン



**アライアンス・バーンスタイン株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】社団法人投資信託協会／社団法人日本証券投資顧問業協会