

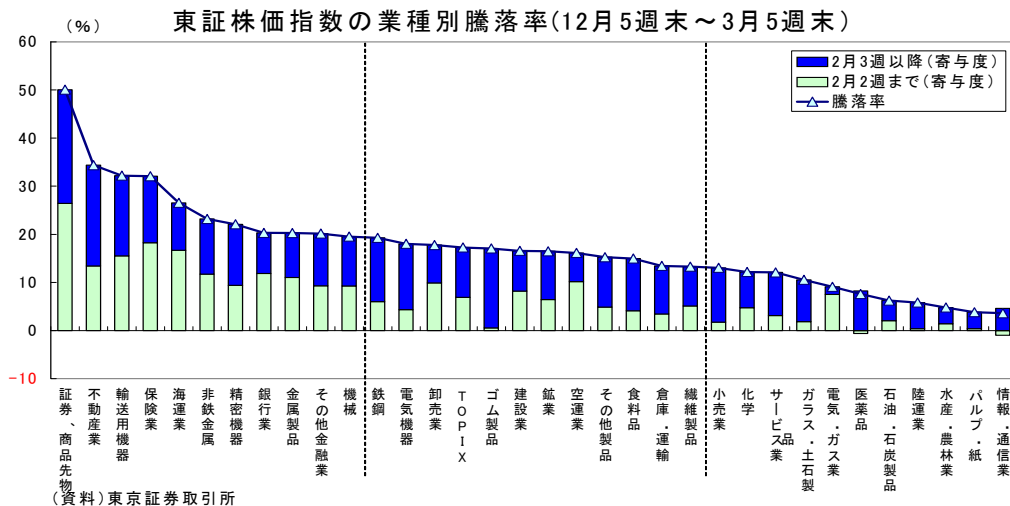
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(4月号)

～ 正念場の株式・為替市場としつこいユーロ

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (市場は仕切り直しに) 年初以降、各国ともに株価が上昇してきたが、長期的に見ると、日本株の出遅れ感は鮮明だ。ただし、年初から3月までの日本株は世界的な金融緩和の追い風に加え円高修正の恩恵が大きく、相対的にも好調であった。足元ではこれまでの株高要因に陰りがみられ調整局面に入っているが、先行きの鍵を握るのは売買高の6割以上を占める海外投資家の動向だろう。企業の採算には川下からの圧力がかかっているため、円高修正などを梃子に今後どれだけ量を上積みしていけるかが重要になる。利益回復の裏づけが見えてくれば、海外投資家は出遅れ修正に動く可能性が高い。一方、懸念材料も多く、とりわけ欧州債務問題の再緊迫化が最大の懸念。スペイン等の長期金利は上昇が鮮明となり、債務危機再燃への警戒感がにわかに高まっている。欧州危機が再燃した場合、円高からの圧力もあり、日本株は再び極めて不利な立場になる。
2. (日米欧金融政策) 3月の金融政策は、日欧米ともに現状維持となった。米国についてはFRBが景気見通しを上方修正、後日発表の議事録にて追加緩和への言及がトーン・ダウンしたため、市場では量的緩和第3弾(QE3)への期待が後退している。
3. (金融市場の動き) 3月の金融市場では、堅調な米景気等を背景に若干円安となり株価も上昇。しかし、足元ではこの動きは止まっている。注目度の高い為替については、米雇用統計と日銀決定会合の結果の組み合わせ、欧州問題への警戒感が当面の動きを決定付けるとみるが、いずれにせよ本格的な円安ドル高の流れにはまだ至らないとみる。



1. 株式・為替：正念場の株式・為替市場としつこいユーロ

年初から続いてきた株価上昇が足元調整局面を迎えている。市場では強気と弱気が交錯し、先行きの不透明感が強まっている。

(従来の株高要因に陰り、仕切り直しへ)

年初以降は各国ともに株価が上昇してきたが、長期的に日米欧の株価の推移を見ると、日本株の出遅れ感は鮮明だ。リーマン・ショック前の2008年7月を基準とすると、ダウ平均(米)やDAX(独)は当時の水準を既に回復しているが、日本株は1割以上未達の状況にある。

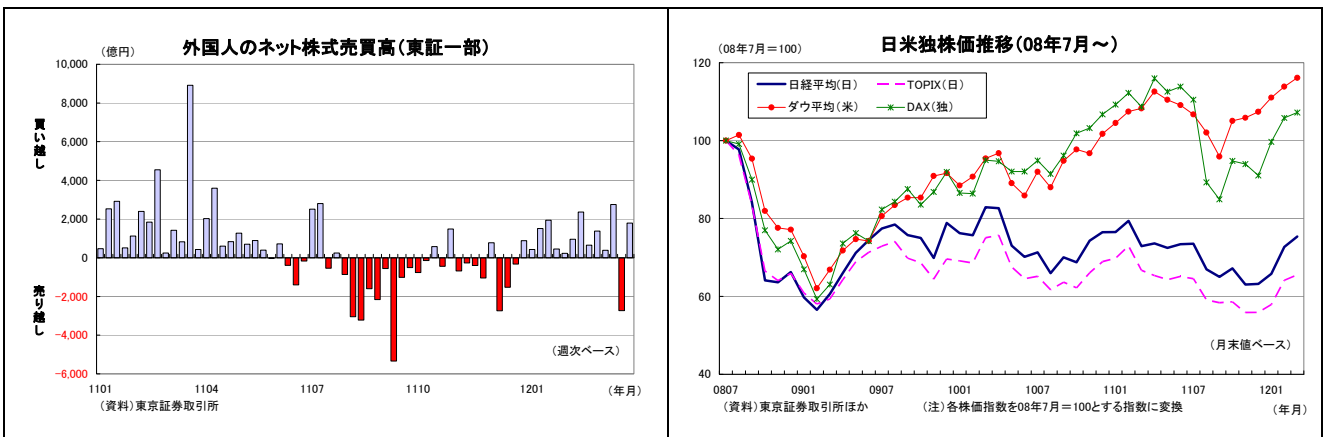
なお、この株価の出遅れは企業の実体を反映している面も大きい。日米欧の生産の推移を見ると、震災や円高が重石となったこともあり、日本の回復は最も鈍い。法人企業統計上の企業の利益を見ても、製造業の11年10-12月期の経常利益は直近ピーク(07年4-6月期)の半分にも満たない状況にある。

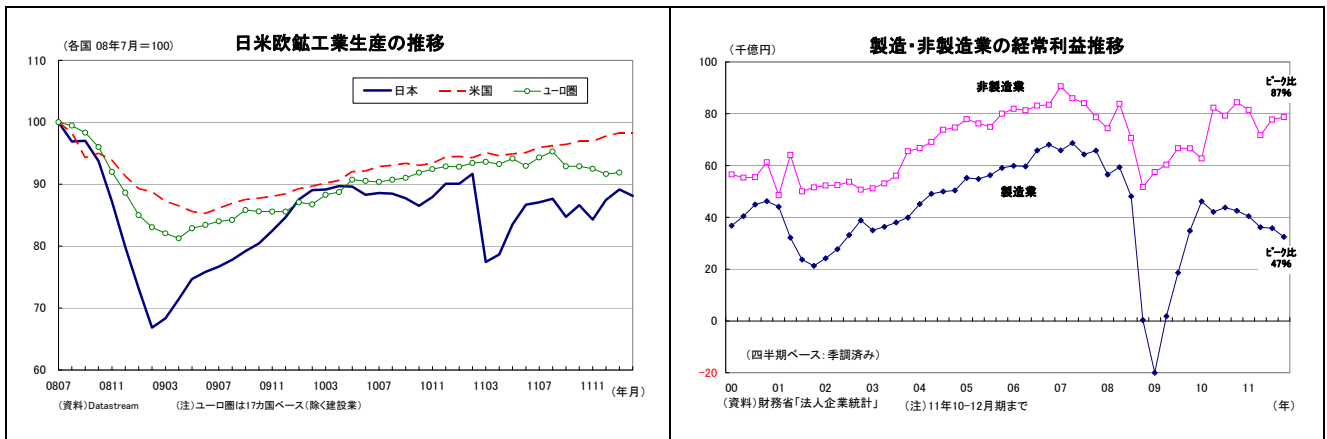
ただし、今年の年初から3月までの日本株相場は相対的にも好調であった。昨年末から3月末にかけて、日経平均は19.3%上昇、TOPIXは17.3%と大きく上昇している(ダウ平均の上昇率は8.1%)。

この間は2つのステージに分けられる。2月2週(10日)までは各国が金融緩和姿勢を強める中で米景気が堅調に推移、欧州債務危機への過度の悲観が後退した局面で、日米の株価上昇率(日経平均5.8%、TOPIX6.9%、ダウ平均4.8%)に大差はない。その後はさらに円安進行という日本株独自のサポート要因を受けた展開となり、以降3月末までの日本株の上昇率(日経平均12.7%、TOPIX9.7%)はダウ平均の上昇率(3.2%)を大きく上回る。

業種別TOPIXを見ても(表紙図表)、世界的な金融緩和の追い風を受けた金融、不動産業や円高修正の恩恵を受けた輸出産業の伸びが突出している。

ただし、足元では、最近の米株高の要因となっていた量的緩和第3弾(QE3)期待が後退したうえ、中国経済の先行きやユーロ債務危機の再燃懸念が台頭し、日本株を強く牽引していた円高修正の動きも止まるなど、これまで株高を演出してきた要因に陰りがみられる。これを受けて株価も調整している。





(業績回復度合いが焦点、最大のネックは欧州問題)

先行きの方向性の鍵を握るのはやはり近年の売買高の6割以上を占める海外投資家の動向だろう。東証一部で見ると、米格下げや欧州問題が緊迫化を始めた昨年8月以降12月末までの間、海外投資家は累計2.2兆円の日本株を売り越した。今年に入ってからは一転買い越しが継続したが、3月末までの累計買い越し額は1.2兆円と昨年下旬の売り越し額に対して依然6割程度に留まる。

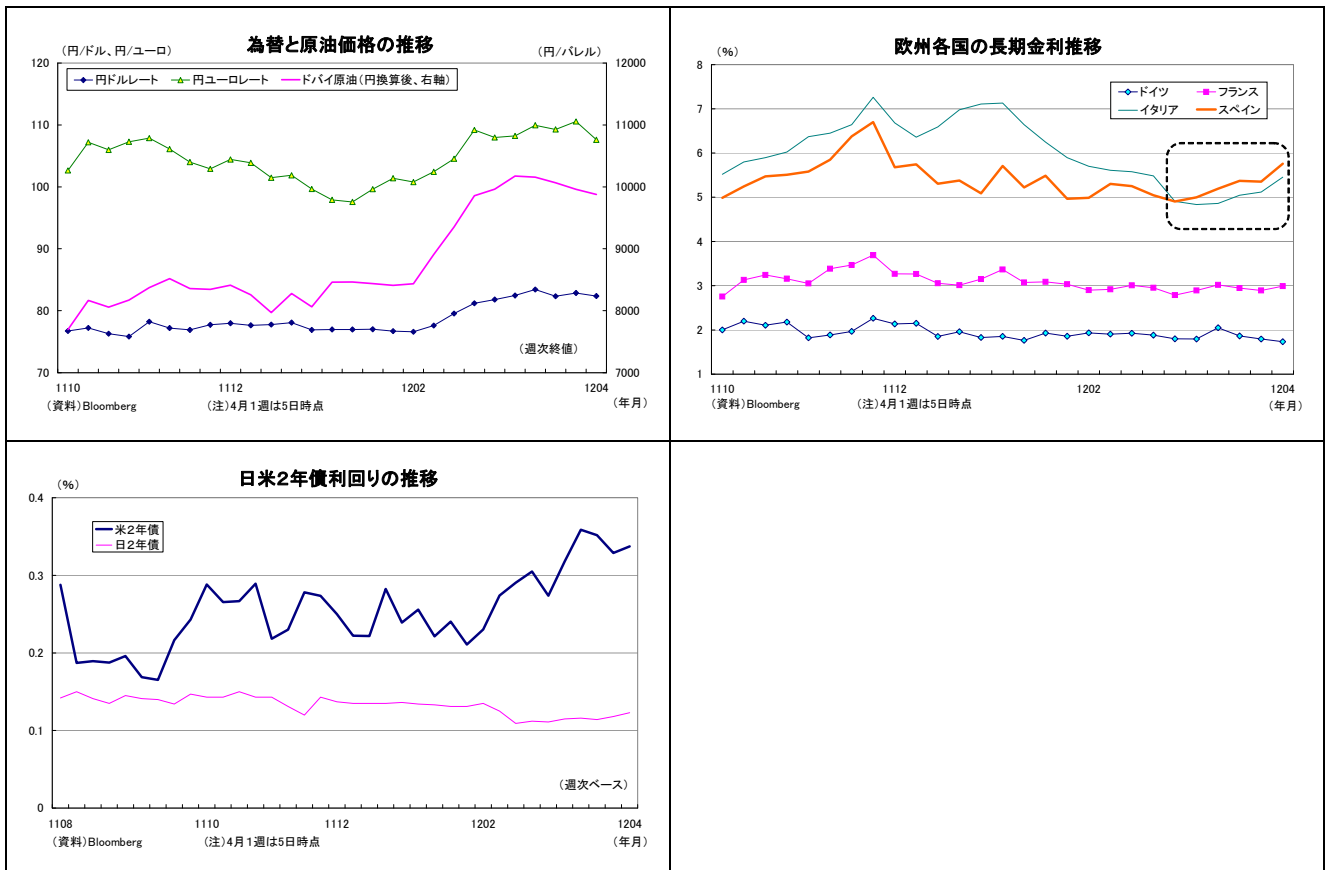
12年度収益については、市場では大幅な増益が見込まれている。筆者自身は本格的な円安ドル高の流れは時期尚早と考えているが、水準感でみると現在の水準は一時期の1ドル75円台~76円台と比べればかなりの円安である。一方で着地点の見えないイラン情勢などから原油が高止まり、円の下落がさらにそれを助長する形で企業の採算には川下からの圧力がかかっているため、円高修正などを梃子に今後どれだけ量を上積みしていけるかが重要になる。利益回復の裏づけが見えてくれば、海外投資家は出遅れ修正に動く可能性が高い。

しかしながら、米国の景気の持続性や新興国の減速など懸念材料も多い。中でも最大の懸念は欧州債務問題の再緊迫化だ。「危機のモノサシ」とも言えるスペインやイタリアの長期金利は3月中から徐々に上昇していたが、今週スペインの国債入札が不調に終わったことでさらに上昇が鮮明に。債務危機再燃への警戒感がにわかに高まっている。

3月にギリシャ支援が合意に至り、無秩序なデフォルトは回避されたが、投資家は結局7割もの負担を強いられた。以降、救済基金増額への合意がなされたものの、投資家の将来の損失回避を保証するものではないため市場の選別は続く。債務危機の根源にある財政再建が進むまでは、欧州問題はいつ緊張状態に戻ってもおかしくはない。

欧州危機が再燃した場合、日本株は再び極めて不利な立場になる。海外株安、ユーロ安に加えて、現在やや上昇している米金利が低下、米追加緩和期待が浮上することでドルが低下、円が再び上昇に転じ、株価を下押しする可能性が高い。

株式・為替市場はいままさに正念場の情勢にある。



2. 日米欧金融政策（3月）の動き：日米欧ともに維持

（日銀）維持

日銀は3月12～13日の決定会合において政策金利を0～0.1%程度で据え置き、資産買入れ基金の規模についても65兆円程度で変更がなかった。ただし、3月末に期限を迎える予定であった「成長基盤強化を支援するための資金供給」（成長分野への投融資実績に応じて金融機関に低利資金を貸し出すもの）については規模と内容を拡充のうえ延長した。

声明文では、景気の現状認識について、「持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある」とし、先行きについては、「次第に横ばい圏内の動きを脱し、緩やかな回復経路に復していく」との従来からの見方を維持。また、リスク要因として欧州債務問題や国際商品市況の動向などを挙げ、「世界経済を巡る不確実性が引き続き大きい」と警戒姿勢を示している点も従来から特段変化はない。

会合後の記者会見にて白川総裁は「2月の金融緩和の強化と今回の成長力強化の支援はパッケージ」、「日本銀行のメッセージを明確に伝えると同時に、行動を明確に取ったということ」と発言。市場の一部で期待されていた追加緩和ではないものの、デフレ脱却に向けた強い姿勢を打ち出すことで、今後へ緩和期待を繋いだ形となった。

4月は決定会合が9～10日と27日の2回開催予定であり、27日には展望レポートも公表される。追加緩和を巡って日銀の動向に市場の注目が集まる機会が増える。

成長支援資金供給の概略

	本則	ABL特則	小口特則	米ドル特則
導入時期	2010/6	2011/6	2012/3	2012/3
貸付枠	3兆円→3.5兆円	5千億円	5千億円	1兆円相当
対象投融資	1000万円以上の投融資	100万円以上のABL、出資	100万円以上1000万円未満の投融資	外貨建て投融資
適用金利	年0.1%	年0.1%	年0.1%	市場金利
受付期限	2012/3末→2014/3末	2012/3末→2014/3末	2014/3末	2014/3末

(資料)日本銀行

(注)黄色部分が今回変更・新設されたもの

(FRB) 維持

FRBは3月13日に開催されたFOMCにて、現行の金融政策を維持した。「少なくとも2014年終盤まで」としている低金利の時間軸政策にも変更はなかった。

声明文中において、景気の現状については従来同様「緩やかに拡大している」としたが、見通しについては「向こう数四半期、経済は緩やかに(moderate)成長する」と、従来の「成長は控えめ(modest)になる」から上方修正した。一方、「引き続き経済見通しに重大な下方リスクをもたらしている」との警戒感は維持しているが、「国際金融市場の緊張は緩和してきた」と前向きに評価。市場の注目度が高い量的緩和第3弾(QE3)については、声明文には言及がなかった。

その後26日にバーナンキ議長は全米企業エコノミスト協会にて講演し、米雇用の弱さを指摘したうえで、「失業率が一段と大幅に低下するにはさらなる経済成長が必要」、「FRBの金融緩和が景気回復と失業率低下に寄与する」と発言した。FOMCの景気見通し上方修正を受けて、市場では利上げの早期化を織り込む動きがあり、金利が上昇していたことへの牽制を狙ったものとみられる。

また、QE3などの追加緩和に関しては、4月3日に公表された3月FOMCの議事録中で「2~3名のメンバーが、もし経済が失速したりインフレ率が中期的に低水準に留まる再には追加的な緩和策が必要になる」と指摘したことが明らかになった。1月FOMCでは、一部の会議メンバーが「まもなく追加的な債券買入が正当化されるだろう」とし、また他のメンバーからは、「もし景気が失速したりインフレ率が低下した場合には、資産買入れが必要になる」との意見があったことが明らかになっており、それと比べると、かなりトーン・ダウンした印象。

(ECB) 維持

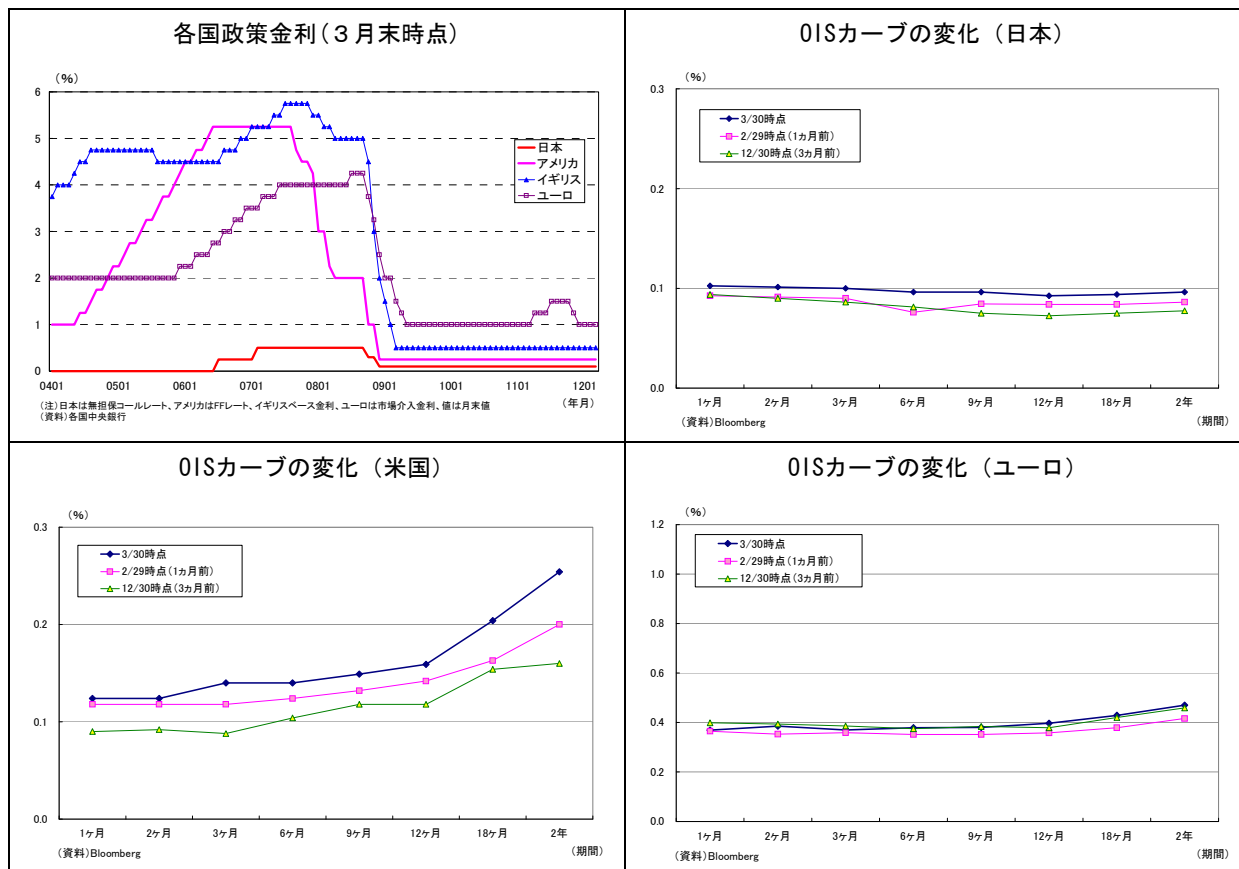
ECBは3月8日に開催された定例理事会にて、政策金利の1.0%据え置きを決定した。据え置きは3ヶ月連続となる。

声明文では、景気の現状について「安定の兆しが見られる」とし、従来の「低水準ながらも経済活動の安定化を示す暫定的な兆しが見られる」から上方修正。併せて、リスクについても「経済見通しはまだ下方リスクにさらされている」と警戒感を残しつつも、前回から「高い不確実性」の表現を削除している。一方で物価上昇率については、「エネルギー価格上昇や間接税引き上げのため、2012年の物価上昇率は2%を上回って留まりそうで、上方リスクも広がっている」と前回の「2%を下回るまで数ヶ月を要する」から変更。インフレへの警戒姿勢をかなり強めた印象。

注目度の高い政策金利変更について会見で質問を受けたドラギ総裁は、「今回も政策金利の変更を議論しなかった」と回答したが、今回インフレへの警戒を強めただけに、一部に残っていた可能性のある市場の利下げ期待はかなり後退したとみられる。

また、4月に入り4日に開催された4月の定例理事会でも、政策金利を据え置いた。景気判断については、「2012年初に低い水準で安定化し、緩やかな回復が期待される」とする一方で、「経済見通しは下方リスクにさらされたまま」と警戒姿勢を維持している。

なお、政策金利変更に関しては、総会会見にて今回も「議論しなかった」と回答している。



政策金利の先行きに対する市場の見方を示す OIS (一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ) の3月末時点における利回り曲線を見ると、日本については前月から殆ど変化がなくほぼフラット、欧州はわずかにスティープ化しているが大きな変化はない。一方、米国についてはかなりスティープ化が進んだ。堅調な経済指標を受けた景気回復期待から、将来の「時間軸短縮化への期待」が高まりつつある。ただし、月内の動きでは、3月20日頃をピークに金利低下がみられ、既述のバーナンキ議長発言が牽制として期待の修正に働いた模様。

3. 金融市場(3月)の動き: 若干円安、株高、長期金利は変わらず

(10年国債利回り)

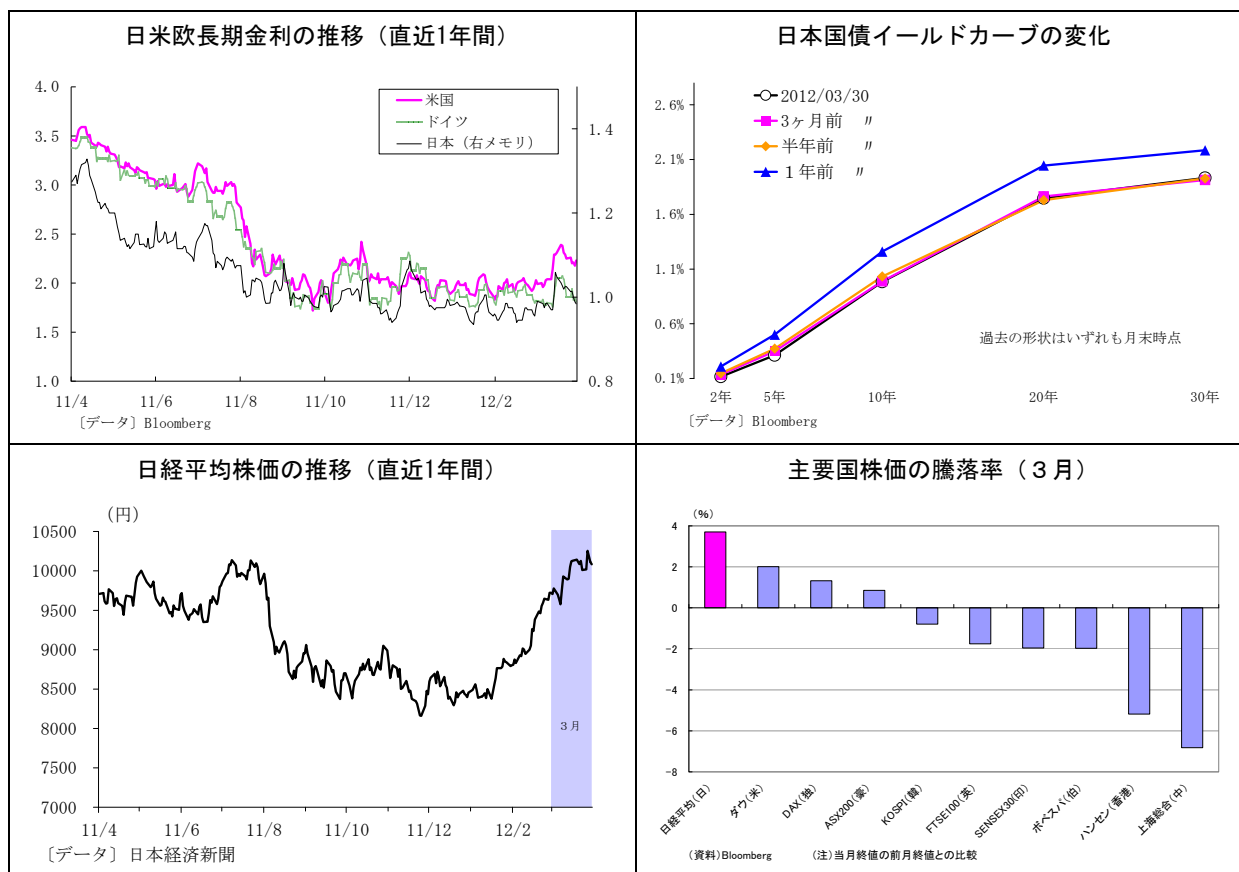
3月の動き 月初0.9%台後半からスタートし、月末も0.9%台後半に。

月の前半はギリシャの債務交換や日銀の決定会合を控えて0.9%台後半で膠着推移。その後FRBの景気見通し引き上げを受けた米長期金利上昇に強く反応し14日には1.0%台を回復、15日には1.0%台後半に達する。以後は水準感からの押し目買いが入り、1.0%台前半で推移したが、月終盤には米回復期待がやや低下したことに伴う米長期金利低下や株価の小幅調整を受けて再び1.0%を

割り込む。月末も 0.9% 台後半で着地した。

当面の予想

欧州債務問題、地政学リスクに伴う原油高、消費税問題の行方など今後の長期金利を巡る波乱要因は多いが、基本的には米長期金利が方向性の鍵を握ると考える。歴史的な低水準に抑えられている米長期金利は景気回復期待から上方に向きやすいものの、上昇が起こったとしても、時間軸を据え置いている FRB による牽制が予想され、緩やかな上昇に留まると予想される。さらに、国内では緩和期待や金融機関の金余り構造が続いており、国内金利の上昇はかなり抑えられるだろう。



（円ドルレート）

3月の動き 月初 81 円台前半からスタートし、月末 82 円台前半に。

月初は 81 円台で小動き。その後ギリシャの債務交換交渉への懸念からリスク回避姿勢が強まり、7日には一旦 80 円台後半へ。しかし以降は同債務交換の実現や日本の 1 月経常赤字、堅調な 2 月米雇用統計、FRB の景気見通し引き上げを受けて円安ドル高基調が続き、15日には 84 円に。しばらく 83 円台での推移が続いた後、2月の貿易黒字化や欧州の経済指標悪化を受けて円が上昇、23日には 82 円台後半へ。月末は年度末を控えた輸出企業などの円買いが入り 82 円台前半に。

当面の予想

2月は多くの円安要因が連発したことで円安ドル高の流れが出たが、3月以降は方向感を欠いている。今後も方向感を探る展開が予想され、本日の 3 月米雇用統計と来週前半の日銀決定会合の結果の組み合わせ、欧州債務問題への警戒感が当面の動きを決定付ける。上下ともに振れやすい情勢だが、為替への影響が強い米短期金利は FRB の利上げ時期に依存しているため急な金利上昇は見込みがたいため、本格的な円安ドル高の流れにはまだ至らないとみる。

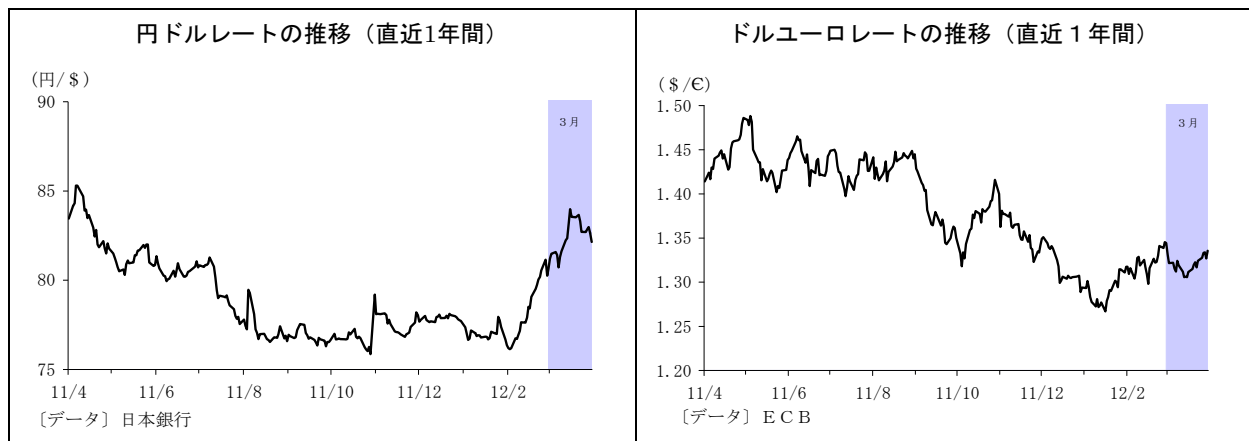
(ドルユーロレート)

3月の動き 月初1.33ドル台前半でスタートし、月末も1.33ドル台半ばに。

月初からユーロは弱含みで推移。ギリシャの債務交換への懸念から7日には1.31ドル台前半に。その後、債務交換実現への動きで一旦やや戻すも、堅調な米雇用統計などを受けたドル高に押され13日には1.30ドル台へと下落。その後は1.31~1.32ドル台での一進一退の推移となったが、月の終盤にはメルケル独首相によるユーロ圏救済基金拡大容認が伝えられ、27日に1.33ドル台を回復。月末も1.33ドル台半ばに。

当面の予想

救済基金増額の合意はプラス材料だが、危機の本質である財政問題自体は何ら解決していない。足元ではスペインについて不穏な動きが出ており、1.30台に下落している。いつ債務問題が再度緊迫化しても不思議ではない。加えて、実体経済面でも世界の中でのユーロ圏経済の弱さは顕著である。原油高はECBの利上げを連想させるが、景気低迷かつ財政危機下での利上げは見通せない。ユーロは弱含みを予想する。



金利・為替予測表(2012年4月6日現在)

		2012年				2013年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	コールレート(期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利(平均)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
アメリカ	FFレート(期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
	10年金利(平均)	2.0	2.2	2.3	2.4	2.5
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	10年金利(ドイツ、平均)	1.9	1.9	2.1	2.2	2.3
円ドル	(平均)	79	81	81	83	84
ユーロ・ドル	(平均)	1.31	1.29	1.29	1.29	1.30
円・ユーロ	(平均)	104	104	104	107	109

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。