

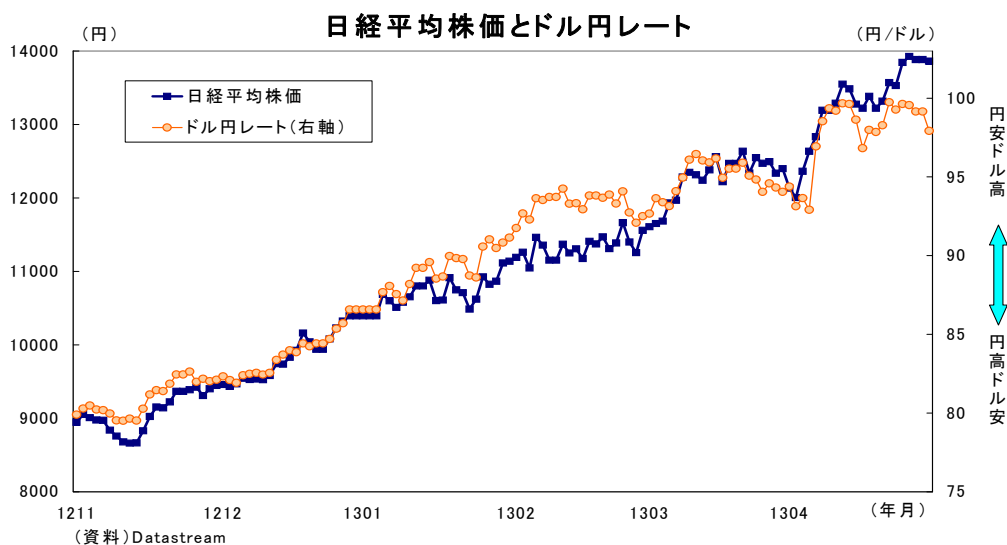
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(5月号)

～円安の切れ目が株高の切れ目か？

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. **(株価)** 昨年11月以降の株価上昇は円安進行によって強力に裏付けられている。実際、11月から4月までの日経平均株価とドル円レートとの相関係数は0.97に達し、1円の円安ドル高が株価を229円押し上げるという関係が成り立つ。今後も中期的には日米金融政策の方向性の違いなどから円安ドル高方向に進むとみられるものの、最近では円安が一服、株式市場もエンジンを欠いたような雰囲気になっている。ただし、円安でなければ株価が上昇しないわけではない。為替レートをベースとしつつも、それ以外の要素によって、株価水準は上下にシフトしてきた。具体的には、円安由来ではない企業の本来の競争力や、内需の動向、さらに企業活動の活性化を促す政府の取組みなどだ。今後、政府の環境整備に加えて、付加価値の高い商品開発などの企業努力によって売上が伸びてくれば、好循環が生まれ、日本株の上昇余地も広がるだろう。
2. **(日米欧金融政策)** 4月は米欧ともに金融政策を現状維持としたが、日銀が新たな金融緩和の枠組みである「量的・質的金融緩和」を導入。日銀の緩和スタンスが際立つことに。目先は追加緩和に含みを持たせるECBの動きに注目。
3. **(金融市場の動き)** 4月の金融市場は、円安ドル高、ユーロドルは上昇、長期金利はやや上昇した。今後ドル円が再び100円を目指す動きとなるカギは米経済指標の好転。当面の長期金利は、落ち着きどころが見えてくることで若干低下すると予想。



1. 株価：円安の切れ目が株高の切れ目か？

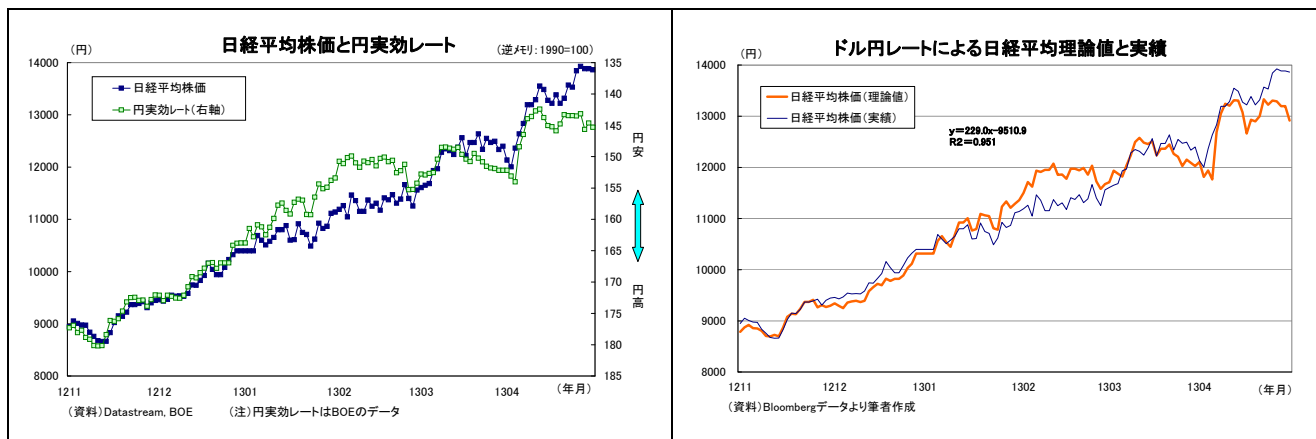
年度始以降も順調に上昇を続けてきた日経平均株価は4月25日に年初来高値となる13926円に到達したが、その後は米国や中国などで予想を下回る経済指標が頻発したことで、弱含んでいる。同時に為替市場では、一時1ドル100円をうかがったドル円相場が円高ぎみに振れている。

(強い円安頼みの色彩)

衆議院が解散した昨年11月以降の大幅な株価上昇は円安進行によって強力に裏付けられている。実際、11月から4月までの日経平均株価とドル円レートとの日次の相関係数（完全連動の場合が1、完全逆連動の場合が-1となる）は0.97に達しており、連動性がかなり高い。ちなみに、通貨の総合力を示す（名目）実効レート¹で見ても、円の実効レートはドルやドルに実質的にペッグしている通貨の影響を大きく受けるため、基本的にはドル円と似た動きを示し、株価との相関も高い。

そこで、同期間について日経平均株価を被説明変数とし、ドル円レートを説明変数とする回帰式を算出すると、「日経平均株価=229.0×ドル円レート-9510.9」という結果となり、1円の円安ドル高が株価を229円押し上げるという関係が成り立つ。

一般的に、円安は輸出採算の改善や海外での価格競争力向上などを通じて輸出企業の収益を押し上げる。日本の上場企業には輸出企業が多いため、株式市場でも「円安=収益拡大（期待）=株高」という等式が非常に成り立ちやすい。また、円安の裏側にはドル高があり、円安ドル高は、日本企業の重要市場である米経済の回復を示している面もあるため、なおさら株高が正当化されやすい。



このように、日本株上昇にとって円安は極めて重要な要素であり、今後も中期的には日米金融政策の方向性の違いなどから円安ドル高方向に進むとみられるものの、最近の日銀絡みのイベントを通過したことや、米中経済指標の弱含みなどを受けて円安進行が一服、株式市場もエンジンを欠いたような雰囲気になっている。

(円安だけではない、競争力と政策の中身が問われる)

ただし、円安でなければ株価が上昇しないわけではない。上記の回帰式から求めたドル円レートから算出した日経平均株価の理論値と実績を比べてみると、最大上下に7～8%程度の乖離が認められる。

¹ ある通貨の様々な通貨に対する2国間為替レートを貿易シェアで按分し、基準年を100とした指数で表した指数

時系列でみると、2月に実績が理論値を大きく下回った後、急速に盛り返し、4月末時点では、理論値を大きく上回っている。

このことは、為替レートをベースとしつつも、それ以外の要素によって、株価水準が上下にシフトしていることを示している。

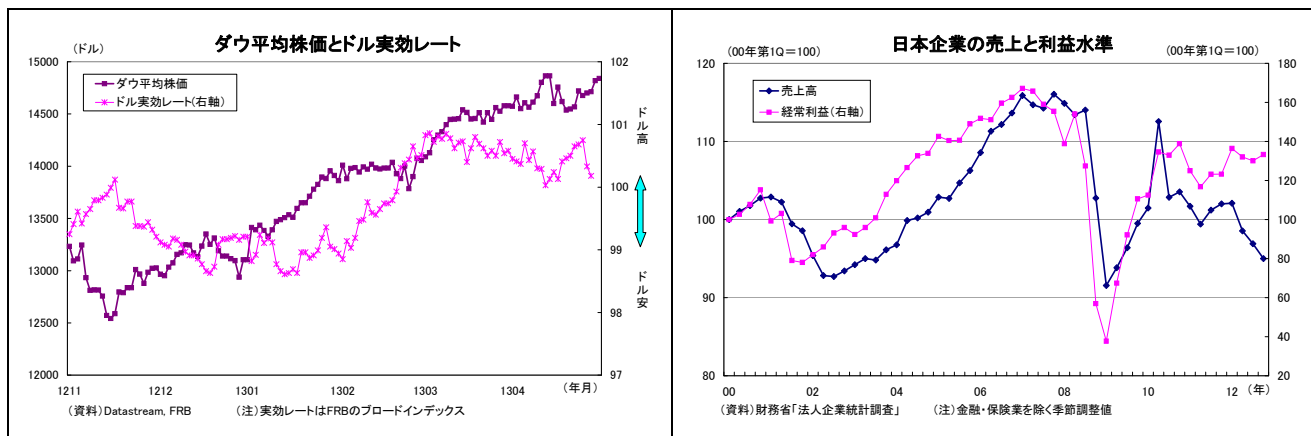
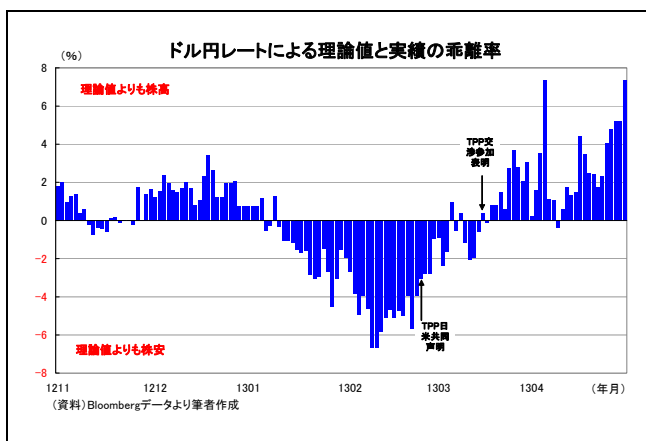
具体的には、期待も含めて、円安由来ではない企業の本来の競争力や、為替と直接関係のない内需の動向、さらに企業活動の活性化を促す政府の取組み（成長戦略や規制緩和）などであると考えられる。

現に、株価の実績が理論値に対して下ぶれから上ぶれへと転換した2月下旬から3月中旬にかけては、TPPに関する日米共同声明や政府による TPP 交渉参加の正式表明という日本経済の成長・構造改革に向けた前向きな政治の動きがあり、最近も規制緩和や成長戦略関連の報道が多い。これらが好感され、株価に織り込まれている可能性がある。

そもそも、「通貨安＝株高」という関係は世界共通ではない。例えば、米国のこの半年の為替と株価の動きを見ると、時期によって「ドル安・株高」の局面と「ドル高・株高」の局面があり、期間を通じで見ると「ドル高・株高」の関係性が確認できる。米国の場合は内需の成長期待が高いため、日本ほど海外経済情勢に左右されにくいという事情が背景にあるものと考えられる。従って、わが国についても、内需拡大期待の高まりは円安以外の株価上昇要因になり得るはずだ。その意味で来月にも放たれる予定の第3の矢である成長戦略は今後の株式市場にとって重要な材料となる。

また、もちろん企業努力も欠かせない。日本企業の利益水準はリーマン・ショックで落ち込んだ後、かなり回復してきたが、売上の伸びをあまり伴ってこなかった。売上が伸びない中で利益を追求すると、どうしてもコスト削減の誘引が働く。そしてコスト削減を多くの企業が行うとデフレ圧力となり、ますます売上が伸びなくなってしまう。

今後、政府の環境整備に加えて、付加価値の高い商品開発などの企業努力によって売上が伸びてくれば、好循環が生まれ、日本株の上昇余地も広がるだろう。



2. 日米欧金融政策（4月）：日銀が異次元緩和を決定、欧米は様子見

（日銀）緩和

日銀は4月3～4日に新体制による初の決定会合を開催し、「量的・質的金融緩和」の導入を決定した。追加緩和というよりは、これまでの枠組みを新たなものに組み替えた上で、緩和規模を大きく拡大している。具体的内容は以下の通り。

- ① 量的緩和目標の導入：金融政策の操作目標を無担保コールレートからマネタリーベースへと変更し、これを年間60～70兆円ペースで増加させる（14年末の残高は12年末比で倍増）
- ② 長期国債買入れ拡大と年限長期化：長期国債買入れ対象を全ゾーンとした上で、年間50兆円ペースで増加させる（買入れの平均残存期間は現状の3年弱から7年程度へ）
- ③ ETF・J-REITの買入れ拡大：各年間1兆円、300億円ペースで増加させる
- ④ 時間軸の強化：2%の物価安定目標の達成時期を従来の「できるだけ早期に」から「2年程度」へと明確化、さらに「量的・質的金融緩和」は同目標が安定的に持続するために必要な時点まで継続するとした

また、これに伴い、以下の対応を実施。

- ① 資産買入れ等基金の廃止、② 銀行券ルールの一時的適用停止、③ 市場参加者との対話の強化

会合では、一部議題について木内委員の反対があったが、ほぼ全員一致の決定であった。新体制発足後約2週間でよくこれだけのメニューをそろえ、ここまでの規模を打ち出してきたなあという印象。筆者は銀行券ルールの取り扱いについて、もっと検討時間を要すると見ていたが、「財政ファイナンスではない」と単に明言することで「一時的適用停止」にした。このこだわりの無さが今回、大規模かつほぼフルメニューの対応が可能になった背景にある。

事前の市場期待を超える内容と評価できる。

マネタリーベース目標と日銀B/Sの見通し

資産	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)	負債・純資産	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	14年末 (見通し)
長期国債	89	140	190	銀行券	87	88	90
CP等	2.1	2.2	2.2	当座預金	47	107	175
社債等	2.9	3.2	3.2	(マネタリーベース)	138	200	270
ETF	1.5	2.5	3.5				
J-REIT	0.11	0.14	0.17				
貸出支援基金	3.3	13	18				
資産計(その他含む)	158	220	290	負債・純資産計(その他含む)	158	220	290

その後26日の決定会合では、大方の予想通り、さすがに現状維持となったが、展望レポートの改定では、成長率、CPIともに量的・質的緩和を踏まえて大幅に上方修正し、15年度には2%程度の物価上昇率を達成するとの展望を示した。

しかしながら、15年度CPIは中央値こそ1.9%だが、政策委員間のバラつきが大きく、1%未満も2人いたことが明らかになっている。

今回の展望レポートは質的・量的緩和導入の直後であり、「2%程度」を示すほかに選択肢は無かったとみられる。民間予測機関

展望レポート(13年4月)
政策委員の大勢見通し(中央値)

		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)
12年度	今回	1.0%	-0.2%
	前回	1.0%	-0.2%
13年度	今回	2.9%	0.7%
	前回	2.3%	0.4%
14年度	今回	1.4%	(1.4%)
	前回	0.8%	(0.9%)
15年度	今回	1.6%	(1.9%)
	前回	--	--

(注) 前回は13年1月時点の見通し
14年度以降のCPIは消費増税の影響を除く
(資料) 日本銀行

に比べてかなり楽観的であり、実現の可能性はかなり不透明といわざるを得ない。

時間がしばらく経過し、もし今回の展望に対する実績の乖離が明らかになると、市場の追加緩和期待が高まることになるだろう。

(FRB) 維持

FRBは4月30日～5月1日にかけて開催したFOMC（連邦公開市場委員会）において、現行金融政策の維持を決定した。政策金利を据え置くとともに、MBSと長期国債合わせて月額850億ドルの資産買入れも継続する。「失業率が6.5%を上回る（かつインフレ見通しが2.5%以下）間は継続」としている超低金利の時間軸にも変更はなかった。

声明文では、経済活動について「緩やかなペースで拡大している」とし、先行きについても、「緩やかなペースで成長する」との認識を示した。昨今の経済指標下ぶれを受けて、今回トーンダウンするとの予想もあったが、景気認識は前回とあまり変わっていない。

一方、財政政策については、「財政政策が経済成長を抑制している」と、前回の「財政政策の制約が幾分か強まった」から表現を強めた。また、QE3についても、「買入れペースを増加もしくは縮小する用意が出来ている」という文言を追加している。

ここ数ヶ月、FRBに関する市場の関心は「QE3の縮小・停止はいつになるのか？」という点に集中してきた。先月10日に公表された3月FOMC議事録では、「殆どの参加者が資産買入れ（QE3）のリスクとコストは現状管理可能」としつつも、「多くの参加者が労働市場見通しの改善が続けば、今後数回の会合で買入れ規模の縮小を開始する可能性がある」と表明。一方で「最低でも今年の終盤まで現在のペースで続けるべき」としたのはわずか2名に留まり、早期の縮小・停止意見がかなり優勢であったことが明らかになった。ただし、3月FOMC後に発表された雇用統計が思いのほか冴えず、その他指標も弱含みを示すものが増えたため、同会合時点と比べてQE3の縮小・停止時期は遠のいたとみられる。いずれにせよ、今後もことあるごとに「いつまで現行ペースが続くのか」について観測が揺れ動くだろう。

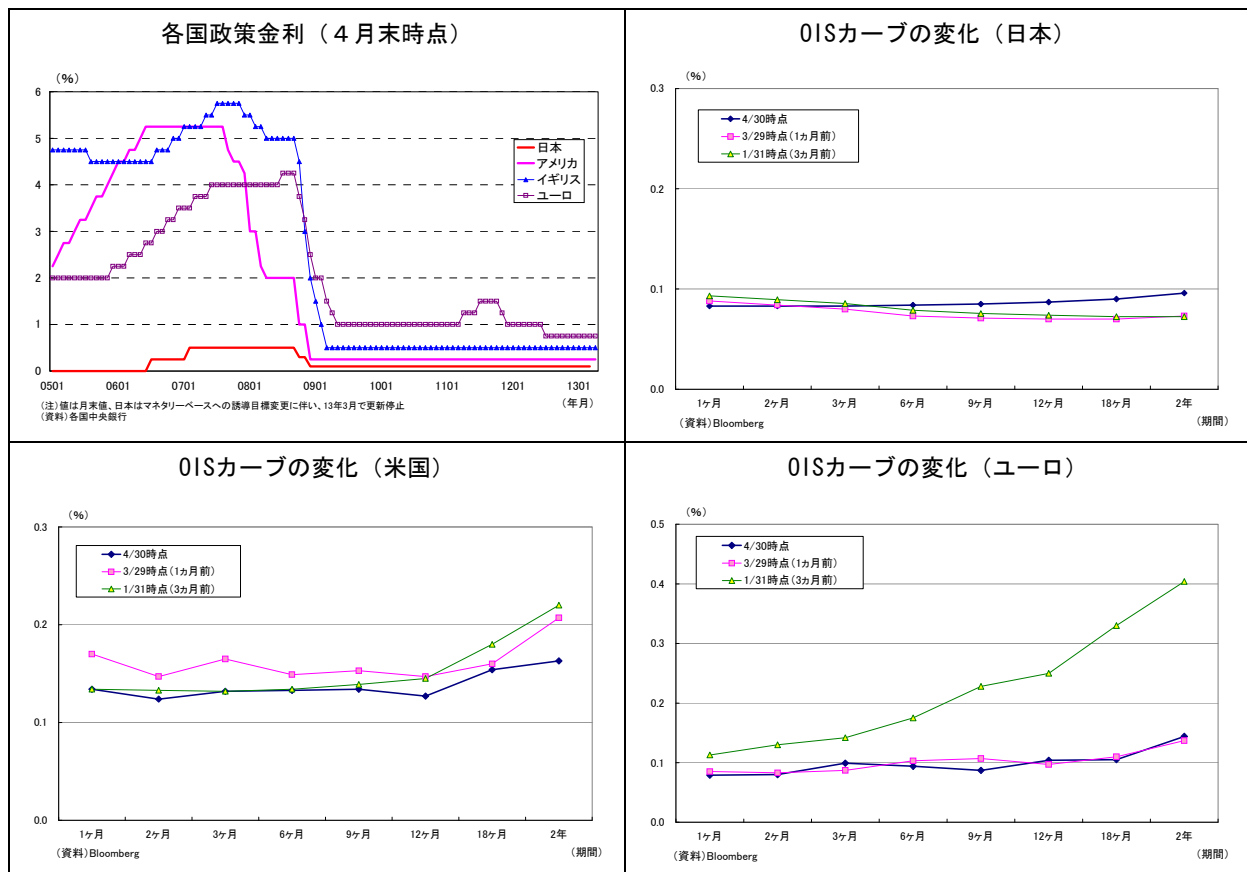
(ECB) 維持

ECBは4月4日に開催した定例理事会において、政策金利を0.75%に据え置くことを決定した。

声明文では景気情勢について、「経済活動の弱い状況が今年初めにかけて続いた」とする一方で、先行きの見通しについては「下ぶれリスクは存在するが、年後半になると徐々に持ち直す」という回復シナリオを維持している。しかしながら、全般的に下ぶれリスクに関する警戒感がやや強まった印象。

注目点である利下げについては、前回同様、広範な議論があったことを認めた上で、コンセンサスとして据え置きを決めたことが総裁会見にて明らかになったが、同時にドラギ総裁は「今後の全ての情報を精査し、行動する用意がある」と表明し、追加緩和に含みを持たせている。

その後、コンスタンシオ副総裁も似たような趣旨の発言をしており、市場では早期利下げ観測が高まった。日本時間の本日夜に開催される5月定例理事会への注目度は高い。



政策金利²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4月末時点における利回り曲線を見ると、日本が6ヵ月以降のゾーンで上方シフトが見られるが、米国は逆に下方シフトが見られる。日本の2年ゾーン金利は月末ベースで13ヵ月ぶりの高水準となっている。日銀の異次元緩和で当座預金への付利引き下げが除外され、総裁会見でも否定的な見解が示されたことで、付利引き下げ観測が後退した影響が大きい。一方、米国は3月雇用統計が予想を大きく下回り、金融緩和の出口は近くないと観測が高まったことが影響したとみられる。なお、ユーロについては前月から殆ど変化はない。

3. 金融市場（4月）の動き：円安ドル高進行、長期金利はやや上昇

（10年国債利回り）

4月の動き 月初0.5%台半ばからスタートし、月末0.6%台前半に。

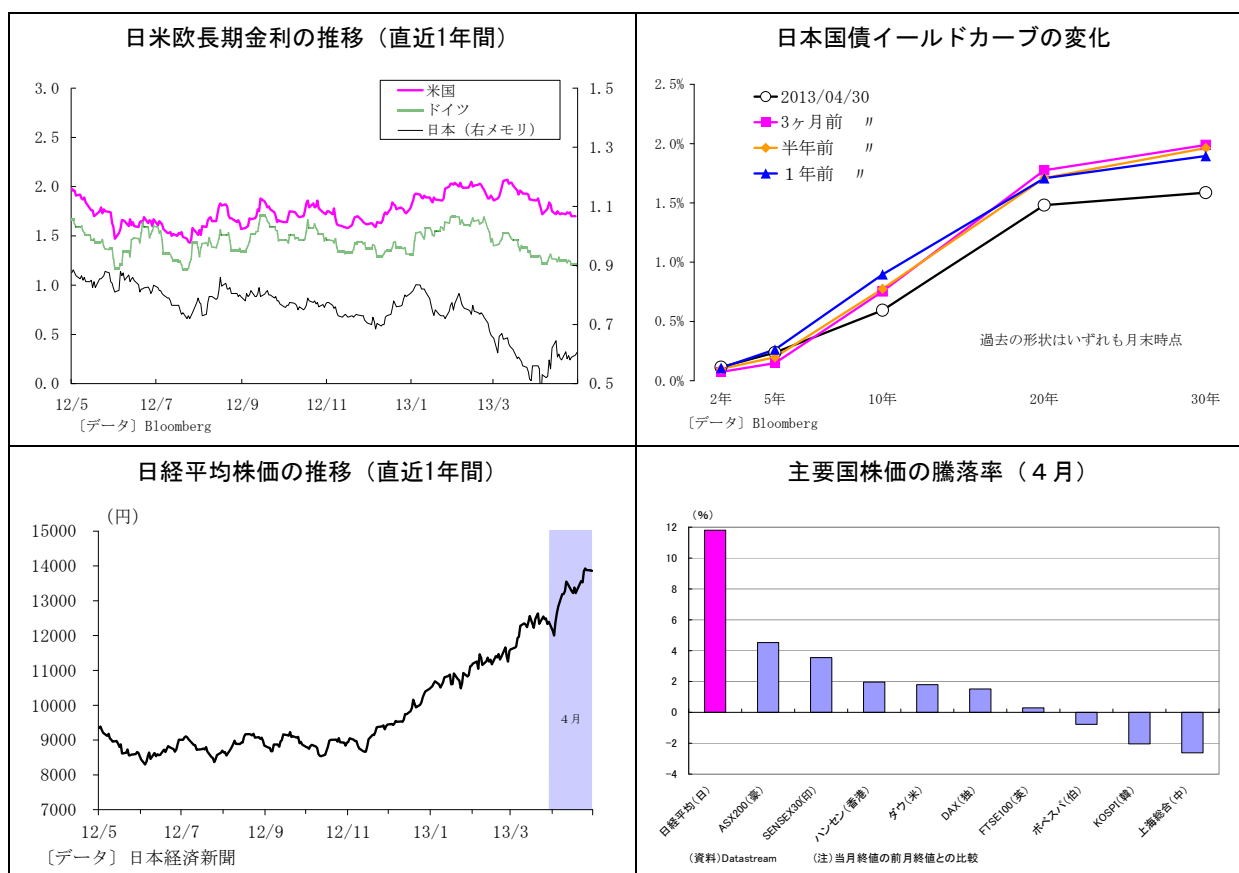
月初、黒田新体制による初の決定会合を控え0.5%台半ばで推移。4日の決定会合後は緩和に伴う債券買いの規模が予想を上回ったことで0.4%台前半へと急低下した。しかし、その後は一転、高値警戒感や緩和による影響の不透明さが意識され、翌5日には0.5%台前半へ、10日には0.5%台後半へと上昇。その後一旦低下した後、日銀の国債オペが不調だったことで12日には0.6%台になるなど長期金利は乱高下。以降は、日銀のオペ対応柔軟化もあってオペが無難に通過し、ボラティリティが低下、0.6%前後での推移が続いた。

当面の予想

直近のボラティリティは一時に比べて落ち着いてきたが、まだ市場参加者の金利感揺れ動いて

² 日銀は4月4日に金融政策の誘導目標を無担保コール翌日物からマネタリーベースへ変更したため、厳密には現在、日本の政策金利という概念は無くなっている。

いるものとみられる。足元の長期金利は異次元緩和前の水準をやや上回るが、変動の大きさ自体が債券需要減少の要因になっているとみられる。従って、今後落とし所がなんとなく共有化されるにつれて金利水準が若干下がる可能性が高いとみている。当面のレンジは0.5%~0.6%台を予想する。



（ドル円レート）

4月の動き 月初93円台後半からスタートし、月末は97円台後半に。

月初、日銀決定会合を控えて様子見から93円台で推移したが、異次元緩和を受けた翌5日には96円台後半へと円が急落。米雇用統計の大幅予想割れを物ともせず、9日には99円台に乗せる。その後は、G20での円安批判への警戒から円が下げ止まり、ボストンでの爆破事件を受けた16日には97円台へと上昇。G20後は円安批判が封じ込まれたことを好感して22日に再び99円台に下落したが、100円の壁は厚く、米指標の予想割れ頻発という逆風もあって、月末は97円台後半で着地。

当面の予想

ドルの上値の重さが目立ってきている。日銀の展望リポート発表も終わり、日本サイドの材料はあまりない。従って、今後は米国の経済指標が当面のドル円の方角性を決める。とりわけ3日の米雇用統計は最大の注目指標だ。雇用者数が市場予想である約15万人を大きく超えてくれば、再びドル円は100円を目指すことになると思われるが、予想割れの場合は一旦弱含んだ後、ただらとした上値の重たい展開になりそう。先行指標は弱いため、後者の展開の方が濃厚。

（ユーロドルレート）

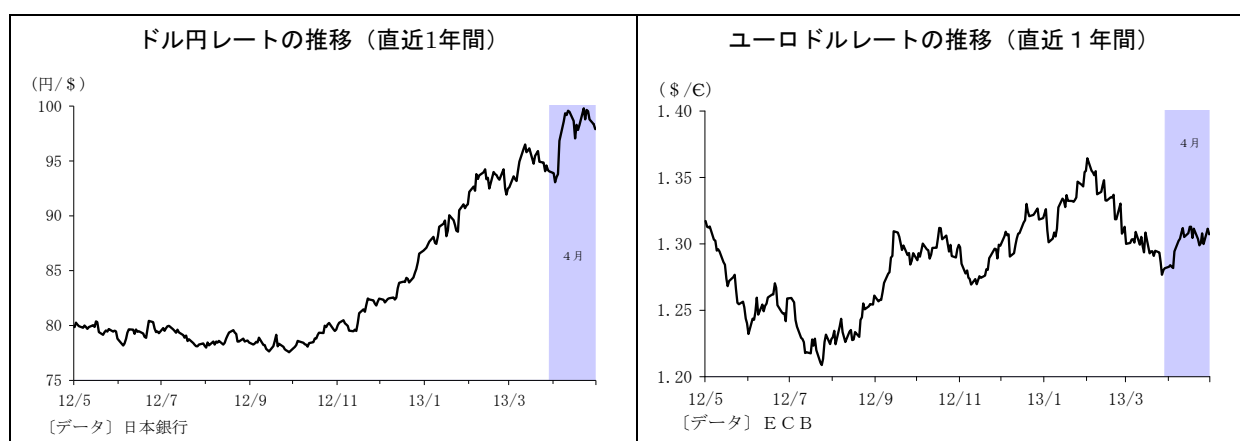
4月の動き 月初1.28ドル台半ばでスタートし、月末1.30ドル台後半に。

月初はECB理事会を控え、ユーロの上値が重い展開となったが、米雇用統計が予想を大きく下回ったことで上昇し、8日には1.30ドル台、11日には1.31ドル台を回復した。以後しばらく1.30

～1.31ドル台での推移が続く。23日には独PMI悪化で利下げ観測が台頭したことで、一旦1.29ドル台となったが、イタリアでの連立政権樹立に向けた動きなどのプラス要素もあって底割れを回避。その後はドルの弱含みという要因もあって堅調に推移し、月末は1.30ドル台後半で着地した。

当面の予想

足元は1.31ドル台後半へと上昇。ユーロ圏の経済指標に強いものは見当たらないが、ドルが弱含む中で、イタリア政局の政治空白に終止符が打たれたこと、利下げに伴う景気刺激観測が追い風になっている。利下げに対する反応については、本来は通貨安要因であるうえ、利下げの実体経済への効果は限定的とみられるので違和感があるが、イタリア情勢はとりあえず評価できる。実体経済が弱いため上値を追う展開にはなりにくいですが、当面は堅調な推移を予想。



金利・為替予測表 (2013年5月2日現在)

		2013年				2014年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.7	0.5	0.6	0.7	0.8
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)	1.9	1.8	2.0	2.3	2.5
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.5	1.4	1.8	2.1	2.1
円ドル	(平均)	92	98	100	102	103
ユーロ・ドル	(平均)	1.32	1.30	1.28	1.29	1.29
円・ユーロ	(平均)	122	128	128	132	133

(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。