

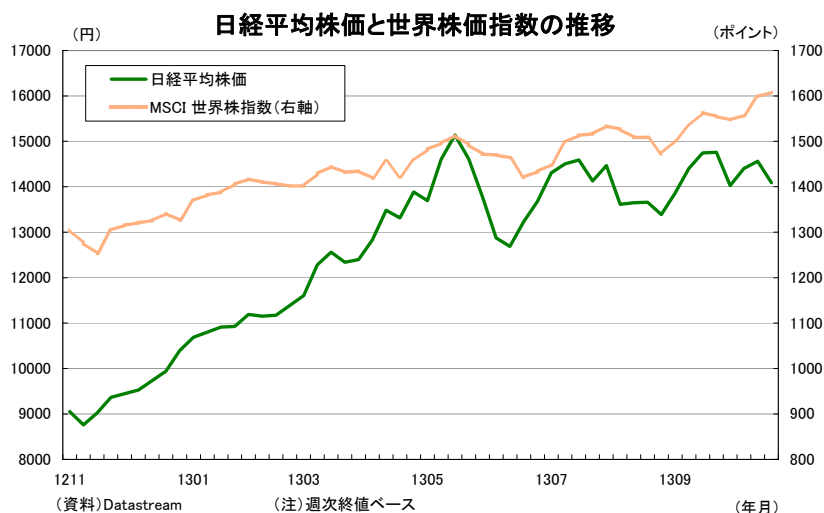
# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(11月号)

### ～ “株式市場における内需低迷” の行方

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

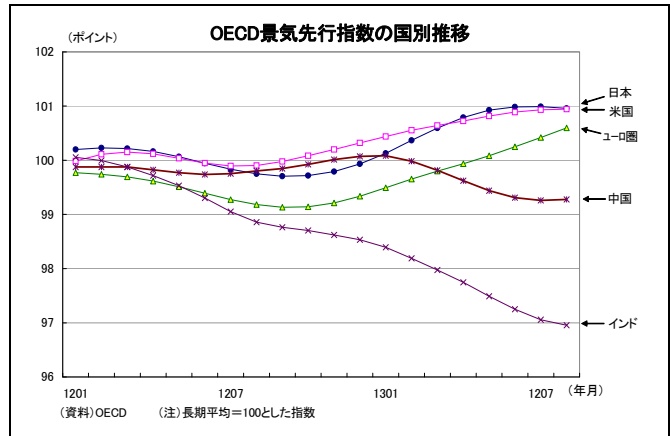
1. **(株価)** 10月終盤に米ダウ平均株価や独DAX指数が過去最高値を更新した。米量的緩和の早期縮小観測が後退したうえ、世界経済の回復基調が途切れていないためだ。一方で、日本株の上値は重い。投資主体別の売買動向を見ると、一貫して売りを続けているのが国内の個人投資家だ。景気における内需の堅調さとは対照的に、株式市場における内需の低迷は未だ続いている。この個人の株式売買には目先に大きな制度変更が2つ控えている。一つは年末の証券優遇税制廃止だ。年末にかけては駆け込み売却が増える可能性が高い。そしてもう一つは来年から導入されるNISAだ。今のところ未知数だが、この潜在的な影響力は強そうだ。仮に300万件の口座が開設され、来年初旬に平均で50万円の投資が行われるとすると、それだけで総額1.5兆円規模になる。来年には継続的にNISAを通じた投資資金の流入が期待できる。もちろん、NISAの対象資産は国内株だけではないが、外貨建て資産に流れた場合でも、円安を通じた株高効果が発生するだろう。「1500兆円の“眠れる巨象”が目覚めるのか」が来年の株価動向の一つのカギとなる。
2. **(日米欧金融政策)** 10月の金融政策は日米欧ともに現状維持となった。日銀は10月末に展望レポートを発表。経済・物価見通しについて、従来の強気シナリオを維持したが、引き続き日銀内部でも先行きの見方に大きな相違が存在している。
3. **(金融市場の動き)** 10月の金融市場では、ドル円ならびにユーロドルはほぼ横ばい、長期金利は低下した。米量的緩和長期化観測はなかなか払拭されそうになく、ドル円、本邦長期金利は反発力を欠く状況が続くそう。ユーロは割高感からもう一段の調整も。



# 1. 株価：“株式市場における内需低迷”の行方

10月終盤に米ダウ平均株価や独 DAX 指数が相次いで過去最高値を更新した。

その理由の一つは、先月の米財政協議の難航と9月米雇用統計の弱い結果を受けて、米量的緩和の早期縮小観測がかなり後退したためだ。そして、もう一つの理由は世界経済の回復基調が途切れていないことだ。10月9日に発表された8月のOECD景気先行指数によると、日米が高止まりする一方でユーロ圏の回復が鮮明になってきていることで、OECD加盟国合計指数は約2年ぶりの高水準を記録した。また、非加盟の新興国は全般的にまだ厳しいものの、新興国最大の経済体である中国が下げ止まっている。

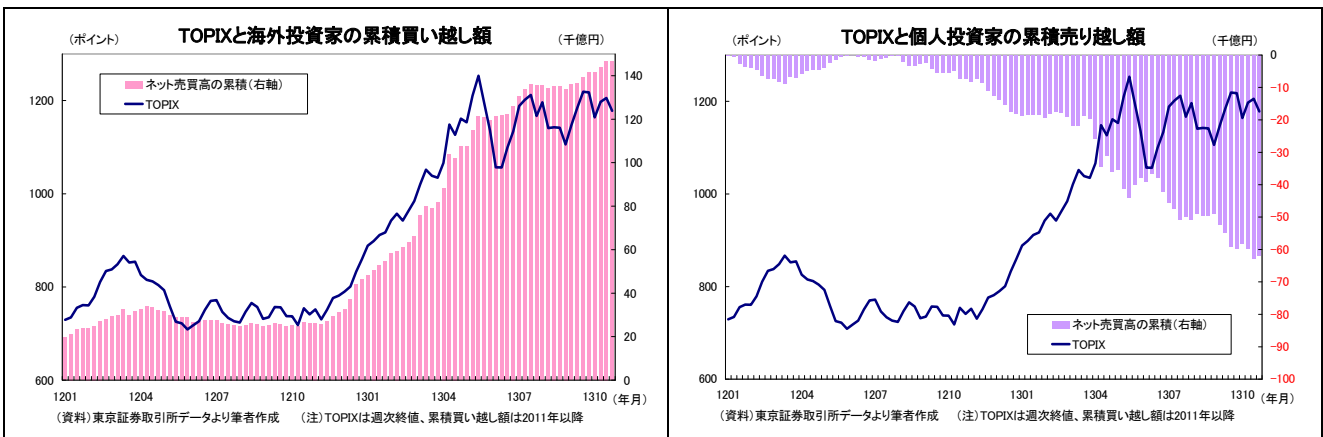


つまり、「景気の回復基調が続く中で、米量的緩和もしばらく続きそうだ」という株式市場にとって、心地のよい期待が再び形成されている。世界（先進国）の株価動向を示すMSCI世界株指数は5月下旬のバーナンキ発言（年内の量的緩和縮小を示唆）以降、一進一退の動きを示していたが、直近では再び上昇トレンドを取り戻し、バーナンキ発言直前の水準を上回っている（表紙図表参照）。

## （売りを続ける個人投資家）

一方で、日本株の上値は重く、まだバーナンキ発言前の水準を回復していない。マクロ情勢から言えば、米量的緩和縮小観測の後退から、円安が進みづらくなっていることが重荷となっている。

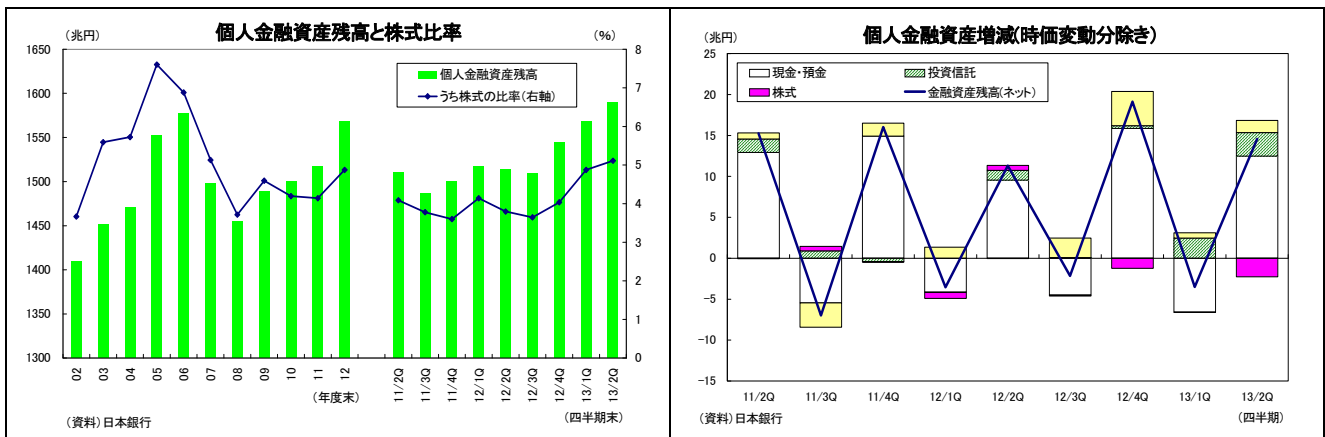
東証一部について投資主体別の売買動向を見ると、昨年秋以降の日本株上昇のエンジン役となった海外投資家は、ペースダウンこそしているものの、最近も日本株を買い増している。一方で殆ど一貫して売りを続けているのが国内の個人投資家だ。個人投資家の累計売り越し額は、昨年11月以降で5.5兆円、バーナンキ発言を受けた5月第4週以降で見ても1.8兆円に達している。



日銀の資金循環統計における個人金融資産の状況を見ても、家計の株式投資マインドの低迷が確認できる。直近13年6月末の個人金融資産に占める株式の割合は全体の5.1%とピークの7.6%（06年3月末）からはほど遠い。金額ではこの間に株式保有が37兆円減少している。また、12年10-12月期以降は株式の比率が上昇基調にあるとはいえ、それは時価の上昇に伴うものであり、資金の流出入を示す

フローの動きでは、12年7-9月期以降4四半期連続で株式からのネット流出が続いている。

つまり、景気における内需の堅調さとは対照的に、株式市場における内需の低迷は未だ続いていると言えるだろう。



### (NISAの爆発力がカギ)

今後の日本株の行方を左右するものとして、マクロ情勢では、海外経済、米量的緩和、消費増税の影響、アベノミクスの行方などが当然重要となるが、投資主体としては個人の動向が重要になってくる。

日本の家計は1500兆円もの金融資産を有し、そのマネーフローが持つ市場に対する影響力は非常に強いはずだからだ。この個人の株式売買には目先に大きな制度変更が2つ控えている。

一つは、年末に「証券優遇税制の廃止」を迎えることだ。配当や売却益への課税税率が10%から本則の20%に戻る。この影響を避けるため、年末にかけては駆け込み売却が増え、株価の下落圧力となる可能性が高い。

そしてもう一つは来年からNISA（小額投資非課税制度）が導入されることだ。このNISAが株価に与える影響力は今のところ未知数だが、潜在的な影響力は強そうだ。

国税庁によると、NISA口座開設の申請がスタートした10月1日だけで358万件の申請があったとのこと。この中には相当数の重複申し込みがあるとみられることから、仮に300万件の口座が開設され、来年初旬に平均で年間上限の半分にあたる50万円の投資が行われるとすると、総額で1.5兆円規模の投資が発生することになる。口座開設を様子見している投資家もまだ多いとみられ、来年には継続的にNISAを通じた投資資金の金融市場への流入が期待できる。さらに、NISAを通じた投資は、売却後に非課税枠の再利用が出来ないという仕組み上、長期投資になりやすい点も株価にはプラスに働くだろう。

もちろん、NISAの対象資産は国内株式だけではない。しかしながら、外貨建て資産（株・REIT・ETFなど）に個人金融資産が流れた場合でも、円安進行を通じた株高効果が発生するだろう。

「1500兆円の“眠れる巨象”が目を覚ますのか」が来年の株価動向の一つのカギとなる。

## 2. 日米欧金融政策(10月)：日米欧ともに現状維持

### (日銀) 維持

日銀は10月3~4日にかけて行われた決定会合において、金融政策を「現状維持」とした（全員一致）。今後もマネタリーベースが年間60~70兆円に相当するペースで増加するよう、国債等の資

産買入れを継続する。

なお、毎回のことであるが、現在「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としている2%の物価安定目標について、木内委員より、「(同目標の実現は)中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置づける」との議案が提出され、1対8の反対多数にて否決されている。

声明文における景気判断は「緩やかに回復している」とし、前月の判断を据え置いた。

異次元緩和開始からちょうど半年にあたることから、会見においてその評価を問われた黒田総裁は「着実に効果を発揮してきており、2%の物価安定の目標に向けて想定される道筋を着実に進んでいる」との見解を示した。また、決定会合に先立って消費増税対策として発表された政府の経済対策については、「成長率に対してはかなりのプラス要因、引き上げの方向に影響する」と前向きに評価している。

その後、10月31日に行われた決定会合においても、金融政策を「現状維持」とした(全員一致)。

会合後に発表された展望レポートでは、新しい経済・物価見通しが示されたが、前回7月時点の見通しからの変更は小幅に留まり、15年度の物価上昇率(コア、消費税率引き上げの影響除く)も1.9%と従来の「2年で2%達成」シナリオを踏襲している。

文面に関しても「生産・所得・消費の好循環は持続すると考えられる」、「潜在成長率を上回る成長を続ける」、「(物価は)マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して(中略)、見通し期間の後半にかけて2%程度に達する可能性が高い」など、かなり強気の内容を維持している。

ただし、3人の委員は展望レポートに反対しており、うち2人は前回同様、達成困難をその理由としたとのこと。政策委員による15年度の物価上昇率(コア、消費税率引き上げの影響除く)は、0.7%から2.3%まで非常に大きなばらつきがあり、引き続き日銀内部でも先行きの見方に大きな相違が存在している。

## (FRB) 維持

FRBは10月29日~30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大方の予想通り継続となった。「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、「住宅部門の回復がここ数ヵ月幾分減速した」との表現が加えられたが、経済活動全体については、従来同様「緩やかなペースで拡大している」との見方を示した。資産買入れについても、「縮小時期の決定に当たり、労働市場が継続的に改善し、インフレ率が長期目標に向かつて戻るというFOMCの予想が、今後入手される情報で引き続き裏付けられるかどうかを今後の会合にて判断する」と、前回の内容を踏襲した。

結局、10月の財政協議難航に関する記述もなく、前回声明から殆ど変わりばえしない内容であつ

展望レポート(13年10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)
13年度	今回	2.7%	0.7%
	前回	2.8%	0.6%
14年度	今回	1.5%	(1.3%)
	前回	1.3%	(1.3%)
15年度	今回	1.5%	(1.9%)
	前回	1.5%	(1.9%)

(注) 前回は13年7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

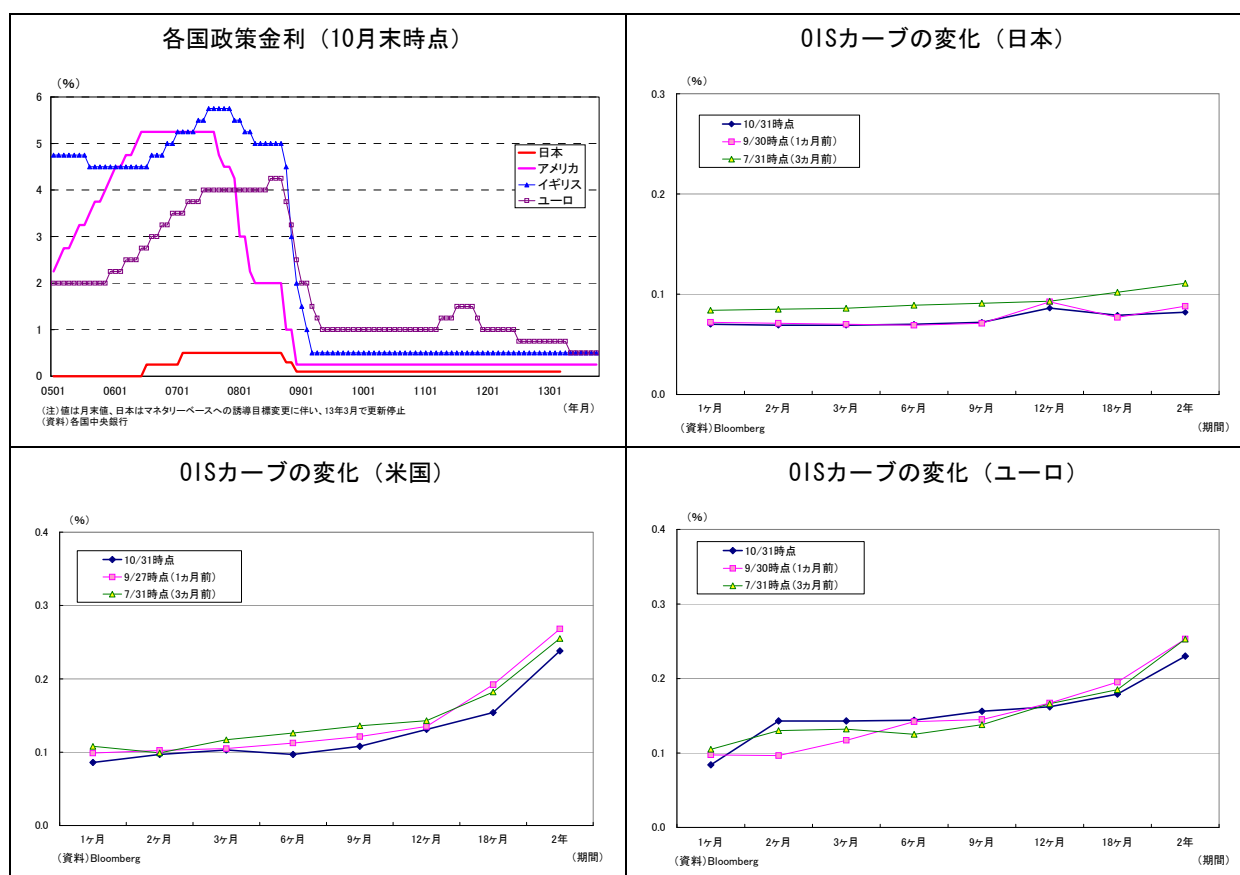
た。市場では、今後危惧される政府機関閉鎖の影響や9月雇用統計の弱い内容を受けて、「よりハト派的な内容に変更される」との期待も根強かっただけに、やや意外感を持って受け止められた。今回も量的緩和縮小に関する追加の手掛かりは得られなかった。

## (ECB) 維持

ECBは10月2日に開催された定例理事会において、金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.5%に、下限金利である預金ファシリティ金利は0.0%に据え置かれた。フォワードガイダンスについての表現も変更なしであった。

総裁会見では、従来同様、先行きの景気回復シナリオを示しつつも「経済見通しには依然下振れリスクがある」との警戒感を出すことも忘れなかった。

また、短期金利の動向を注視する姿勢を示し、中期的な物価安定に関する評価と整合しない金利上昇に対しては、3年物資金供給を含め「あらゆる手段を活用する容易がある」と表明した。



政策金利<sup>1</sup>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10月末時点における利回り曲線を見ると、日本は前月末から全く変化なし。一方、米国は長期ゾーンを中心に利回りの低下が見られる。財政協議難航後の問題先送り、9月雇用統計の結果を受けて、緩和長期化観測が強まったようだ。また、ユーロ圏も同様長期ゾーンでやや低下がみられる。10月末発表の失業率、消費者物価結果を受けて、ECBによる金融緩和の長期化観測が強まった可能性がある。

<sup>1</sup> 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。

### 3. 金融市場(10月)の動き: ドル円、ユーロドルはほぼ横ばい、金利は低下

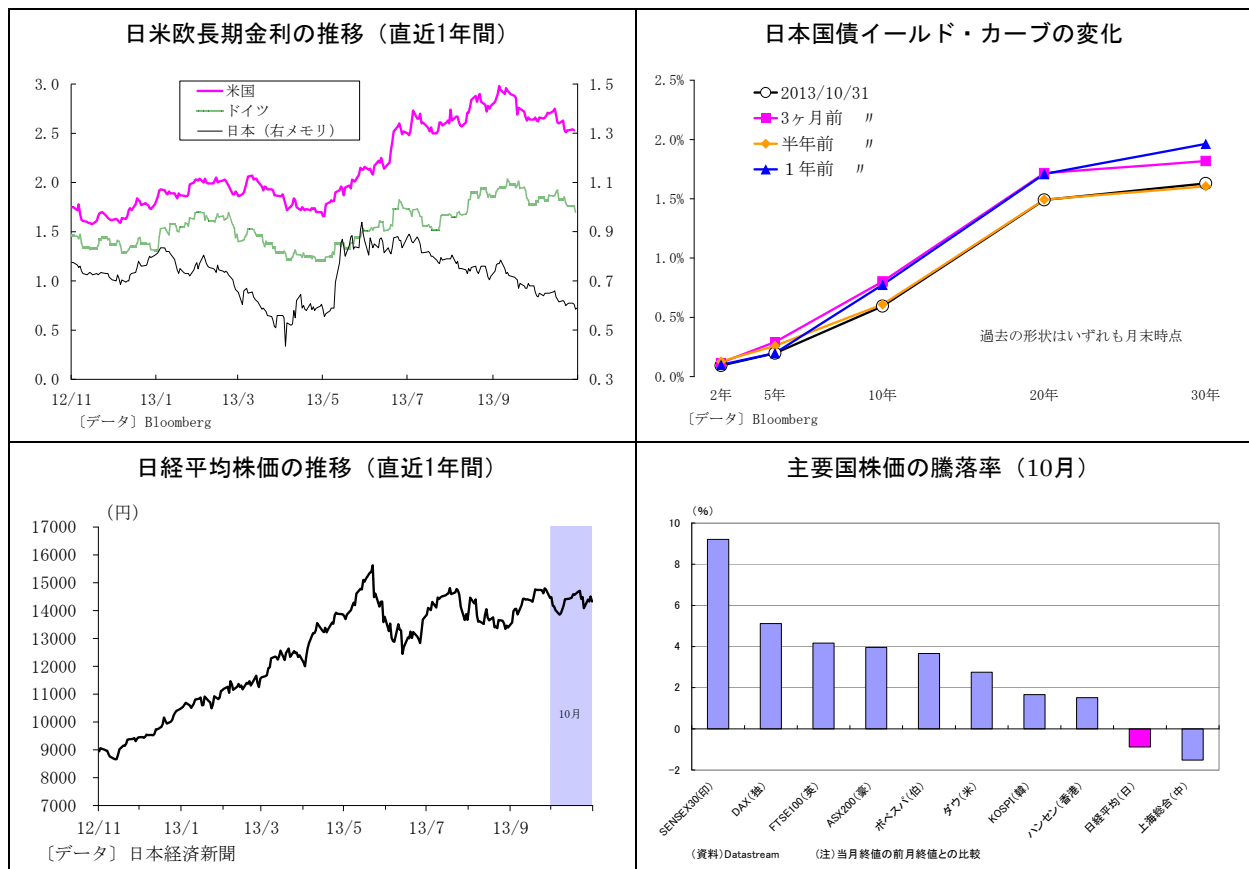
#### (10年国債利回り)

**10月の動き** 月初0.6%台後半からスタートし、月末0.6%割れに。

月初から、米政府機関の一部閉鎖や債務上限問題への警戒から本邦長期金利は低迷。日銀買入れオペによる安心感もあって、0.6%台半ばを中心とする膠着した推移が続く。月中盤に米財政協議が合意に至ると、米量的緩和縮小の先送り観測の強まりから米金利が低下基調となり、本邦長期金利もさらに低下余地を探る展開となり、23日には0.6%近辺となる。その後も金利が反転上昇に転じるような材料は見当たらず、30日には0.6%を割り込む。月末も同水準で着地した。

#### 当面の予想

足元も0.6%を割り込んでいる。日銀の大量国債買入れによる金利抑制効果が続く中で、米量的緩和長期化観測が強まっており、目先は具体的な金利上昇材料が見当たらない状況にある。一方で、異次元緩和導入後の前例から考えると、0.5%台は債券価格の高値警戒感が強まるため、なかなか長期的に正当化されない水準だろう。遠からず水準調整が入り、当面の長期金利は0.6%台半ば～後半を中心とする領域での推移になると見る。



#### (ドル円レート)

**10月の動き** 月初98円台前半からスタートし、月末98円台半ばに。

月初、98円台からのスタートとなったが、米政府機関の一部閉鎖と債務上限問題への警戒感から円高ドル安が進行、8日には96円台をつける。その後は一転、米財政協議進展への期待からドルに買い戻しが入り、与野党合意(デフォルト回避)を受けた17日には98円台後半へと回復。ただし、合意は先送りに過ぎなかったため先行きへの懸念が払拭されず、これに関連して米量的緩和縮小の

先送り観測も高まったことで、その後はドルが弱含む。発表が遅れていた9月の米雇用統計結果が冴えなかったことでさらに緩和縮小先送り観測が強まり、23日には97円台前半に。月末は海外株上昇を受けて円売りが発生し、98円台半ばで着地した。

### 当面の予想

足元は98円台半ば。米量的緩和縮小観測は以前より後退しており、日米金利差拡大によるドル高はしばらく見込みがたい。また、年明けには米財政協議の難航が再び予想されること、既に欧米株式市場は歴史的な高値にあることから、リスクオン地合いが強まることによる円安も難しいだろう。一方、円もアベノミクスへの期待や日銀の強力な緩和姿勢などからなかなか買いづらい。従って、ドル円はしばらく方向感が出なさそうであり、膠着した推移を予想する。

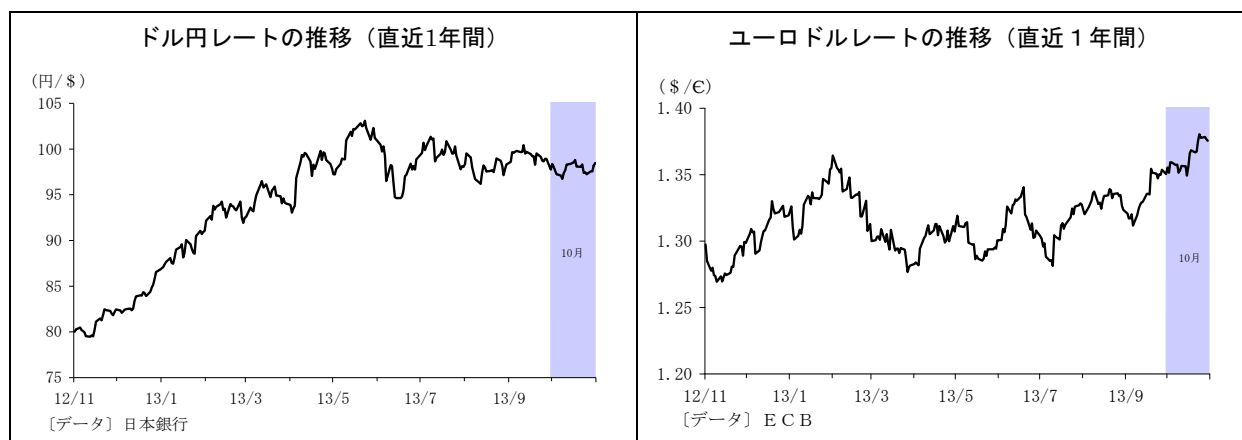
### (ユーロドルレート)

**10月の動き** 月初1.35ドル台半ばでスタートし、月末は1.35ドル台後半に。

月初、米財政協議が難航する中、ECB理事会でユーロ高が牽制されなかったことなどからユーロが強含む、3日には1.35ドル台後半へ。その後は米財政協議進展への期待からドル買いが優勢となり、9日には1.35ドル台前半に戻る。以後しばらく、1.35ドルを挟んだ方向感のない展開となる。米財政協議合意後は、米量的緩和縮小先送り観測に伴うドル売りが優勢となり、ユーロはその受け皿として選好されることで急上昇。23日には1.37ドル、翌24日には1.38ドルを突破した。しかし、月末に発表されたインフレ率が約4年ぶりの低水準となったことで、ECBによる緩和観測が強まり、1.35ドル台後半へと急落した。

### 当面の予想

足元は1.35ドル台半ば。日米が貿易赤字であるのに対してユーロ圏は黒字であり、債務危機も沈静化、景気も底入れしつつあるなど、これまでのユーロ上昇の正当化は可能だ。ただし、債務危機は根本解決に至ったわけではなく、圏内景気のパラダイムも日米に比べて明らかに弱いことを鑑みると、やや調整したとはいえ割高感はまだ強い。現在のユーロ高は消去法的にユーロが選ばれた結果にすぎない。政府要人やECBのユーロ高牽制も予想され、ユーロは遠からずもう一段の調整を迎える可能性がある。



(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。

金利・為替予測表(2013年11月1日現在)

		2013年		2014年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0
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)	2.7	2.7	2.9	3.1	3.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2
ドル円	(平均)	99	99	100	102	103
ユーロドル	(平均)	1.33	1.35	1.32	1.30	1.30
ユーロ円	(平均)	131	133	132	133	134