

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(2月号)

～円相場と日本株の宿命とは？

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. **(為替・株)** 1月下旬から2月上旬にかけて、新興国不安や米国経済の先行き懸念などから世界的にリスクオフ地合いとなった。これらは完全な海外発材料にもかかわらず、日本株の下落率と円の上昇率は突出することになった。昨年5月のバーナンキ発言後も同様であったが、海外発材料の影響がドル円・日本株市場では増幅されている。影響が増幅される理由は3つあると考えられる。それは、「投機筋の円売りポジション」、「本邦長期金利の膠着」、「日本株とドル円相場の相互依存関係の高まり」だ。つまり、日本株と円相場が世界経済の影響を相対的にも大きく受けるのは、構造的・複合的な要因によるものと考えられる。従って、現状では避けられないものと言え、いわば宿命として受け止めざるを得ない。米経済の回復は続くと思われることから、今後の円安・日本株高シナリオはまだ生きている。ただし、世界経済は未だ多くのリスクを抱えている。海外材料が増幅されて影響するという宿命により、リスクオン局面では円安・株高が、リスクオフ局面では円高・株安が進みやすくなっており、不安定な展開が予想される。
2. **(日米欧金融政策)** 1月は日欧では現行の政策が維持されたが、FRBがさらなる量的緩和縮小を決定した。新興国不安の一因に米金融政策の転換があるのは疑いが無く、今月FRB議長に就任したイエレン氏の手腕が早速試されることに。
3. **(金融市場の動き)** 1月は新興国不安が高まり、円高ドル安が進行。金利はやや低下、ユーロドルも下落した。今後、米経済の堅調さが確認されることで警戒感はやや和らぐと見ているが、新興国不安が完全には払拭されないことや米債務上限問題などから、ドル円と長期金利が昨年末の水準を回復するには時間がかかりそうだ。



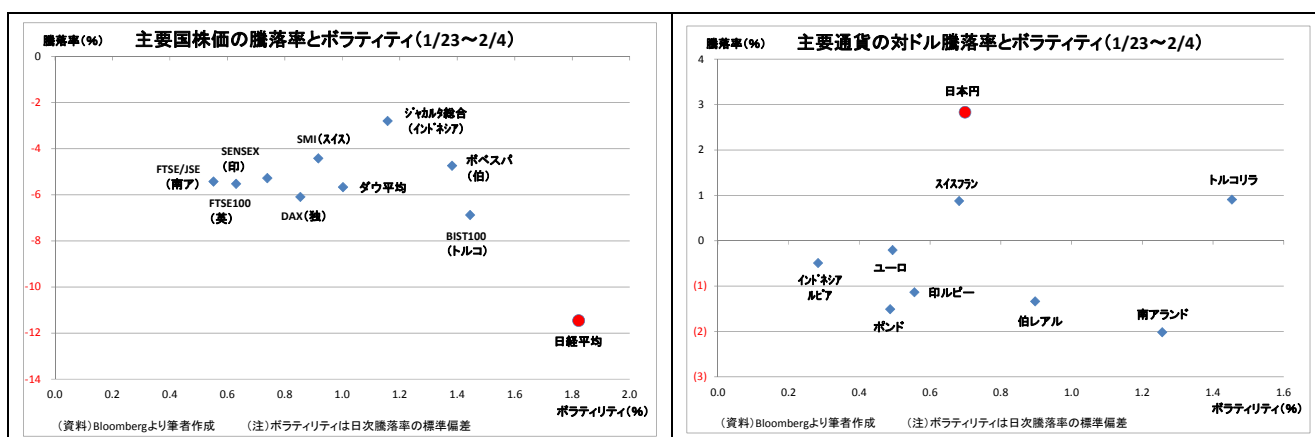
1. 為替・株価：円相場と日本株の宿命とは？

1月下旬から2月上旬にかけて世界的に市場がリスクオフ（回避）地合いとなり、国内市場では大幅な株安・円高が発生した。

原因は、もともと米量的緩和縮小に伴う新興国からの資金流出懸念が長らく燻っていた中で、中国の景況感が悪化したことだ。これが引き金となって、アルゼンチン、トルコ、南ア、ブラジル、インドなど、経常赤字などの弱みを抱える新興国の通貨が大きく下落、先行き不安感が世界に拡散した。また先月末から今月初めにかけて、頼みの綱である米国の経済指標が下ぶれたことも不安感に拍車をかけることとなった。

（円相場と日本株市場は大揺れ）

このように完全な海外発材料にもかかわらず、日本株の下落率は主要国で突出することとなった。1/23 から 2/4 にかけての日経平均株価の下落率は 11.5% と 2 桁に達し、米国（ダウ平均下落率 5.7%）はおろか、不安の対象であった上記新興国の下落率をも超えている（下図参照）。この背景には円高があり、ドル円レートのこの間の上昇率は 2.8% と、下記主要通貨では突出している。そして、市場の変動を示すボラティリティは、株価で対象国中最大、為替も先進国では最大と非常に不安定であった。



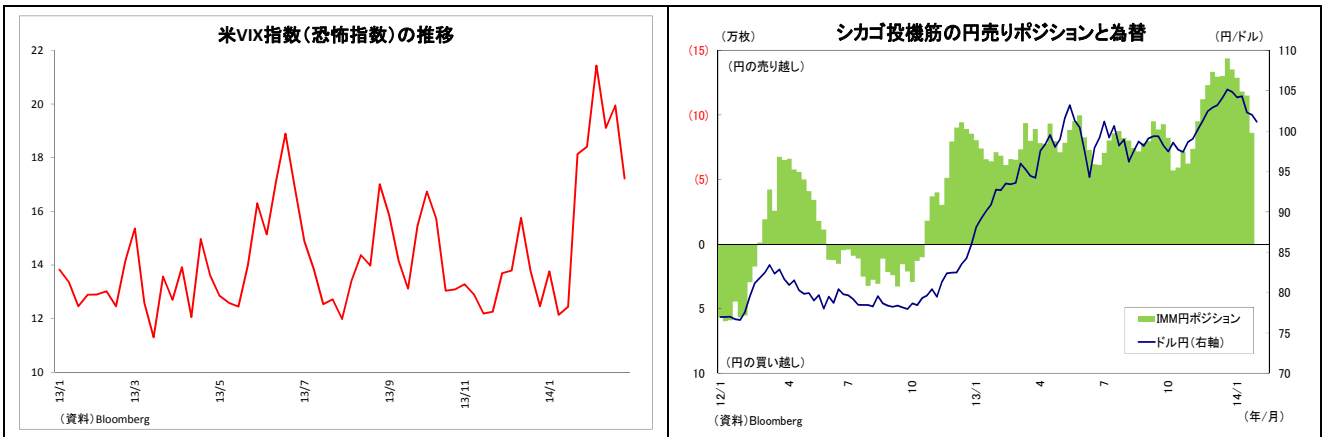
振り返ってみると、昨年5月のバーナンキ発言（年内の量的緩和縮小開始を示唆）後の反応も今回とよく似ていた。日本株の下落率と円の上昇率は相対的に見て非常に大きかった。

つまり、一度ならず二度までも、海外発材料の影響がドル円・日本株市場では増幅されている。

（影響が増幅されるわけ）

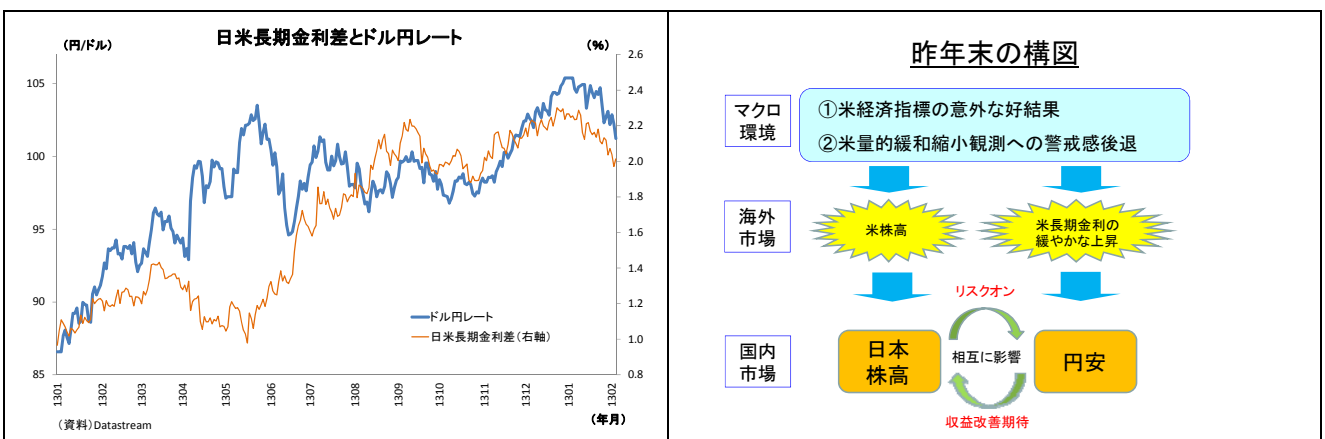
影響が増幅される理由は3つあると考えられる。

一つ目の理由は投機筋の円売りポジションだ。12年末の政権交代前後から、アベノミクスへの期待もあって投機筋は円売りポジションを大きく積み上げている。昨年末の段階ではおよそ7年ぶりの水準に達し、為替への影響力を高めていた。投機筋はリスクオン局面で円売りポジションを積み増し（円の下落圧力）、リスクオフ局面ではリスク量の圧縮のために買い戻してポジションを縮小する（円高圧力）傾向が強い。実際、米恐怖指数が上昇した昨年5月下旬から6月にかけて同ポジションは約4割縮小、今回も1/21～28の1週間だけで25%縮小している。この結果、円相場に急激な上昇圧力が加わり、円高に弱い日本株の急落を促したとみられる。



また、2つ目の理由は本邦長期金利の膠着だ。現在の本邦長期金利は膠着度合いが非常に強い。日銀の異次元緩和（国債の大量買入れ）によって、上昇余地が小さい一方で、0.6%程度という絶対水準の低さから低下余地も小さいためだ。一方、米長期金利は景気の先行きへの見方や市場のリスクオン、オフでかなり動く。米景気回復基調やリスクオン地合いが強まる局面では米金利が上昇する一方で、日本の金利は殆ど追従しないため、日米金利差（米金利－本邦金利）が大きく拡大することで円安圧力が高まる。一方、今回のような米景気への警戒感やリスクオフ地合いが高まる局面では、米金利が低下する一方で日本の金利低下は限られるため、日米金利差が大きく縮小し、円高圧力が高まる。この構造は従来から存在してはいたが、異次元緩和で本邦長期金利の膠着感が強まった結果、より明確化したと考えられる。実際、今回新興国不安が高まった1/23から2/4までの長期金利低下幅は、米国の0.24%に対し日本は0.06%に留まり、日米金利差は0.18%も縮小している。比較対象のために独長期金利（現状1.7%程度）を見ると、この間に0.11%低下しており、米独金利差（米金利－独金利）の縮小幅は0.13%と日米金利差よりも小幅に留まっている。

つまり、本邦金利が米金利への連動性を弱めた結果、日米金利差が動きやすくなり、これがリスクオフ局面において円高圧力を強めることが、株価急落を促すことになったと考えられる。



そして、3つ目の理由は日本株とドル円相場の相互依存関係の高まりだ。

「円が下落すると輸出企業の収益改善期待から株価が上昇する」という経路は従来から非常に強かったが、これに加えて昨年あたりから「株価が上昇するとリスクオンでリスク回避通貨とされる円が売られる」という関係性が顕著になっている。この2つが繋がると、「円が下落したため株価が上昇」→「株が上昇したため円が下落」→「また円が下落したため株価が上昇」→・・・というループが発生して、

自己実現的に円安・株高が連鎖する。また、一方向の流れを続けるうちに、ともにオーバーシュートしてしまう。昨年末の円安・株高はこの傾向が強かったと思う。

このことは、逆もしかりとなる。今回のように何かきっかけで株安・円高が始まると、両者が自己実現的に連鎖反応を起こしてしまいがちだ。

以上のとおり、日本株と円相場が世界経済の影響を相対的にも大きく受けるのは、構造的・複合的な要因によるものである。従って、現状では避けられないものと言え、いわば宿命として受け止めざるを得ない。

米経済の回復は続くと思われることから、今後の円安・日本株高シナリオはまだ生きている。ただし、世界経済は未だ多くのリスクを抱えている。海外材料が増幅されて影響するという宿命により、リスクオン局面では円安・株高が、リスクオフ局面では円高・株安が進みやすくなっており、不安定な展開が予想される。

2. 日米欧金融政策(1月)：FRBが資産買入の追加縮小を決定

(日銀)維持

日銀は1月21~22日にかけて開催した決定会合において、現行の金融政策を維持した(全員一致)。引き続き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、国債等の資産買入を継続する。

声明文における景気判断については、「消費税率引き上げ前の駆け込み需要」に新たに言及したものの、「緩やかに回復」と前月の判断を据え置いた。需要項目別の動向についても表現に大きな変化はない。

景気の先行きに関しても、前回同様、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる」としている。

一方、今後のリスク要因については明確な変化があった。従来の「日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい」という文言が今回削除されている。また、最終的に海外経済の3点を指摘したリスク要因に関して、白井委員が「国内の雇用・所得環境の改善ペース」も言及すべきとの理由で、反対したことが明らかになっている。

また、1月会合では展望レポートの中間評価が行われた。

内容はほぼ前回10月時点と変わらず、14年度の成長率がわずかに下方修正されたただけであった。14年度の終わりから、15年度にかけて物価目標を達成する見通しを維持している。

総裁会見にて、黒田総裁は展望レポートの中間評価について、「おおむね見通しに沿って推移すると見込んでいる」と説明、従来からの姿勢を維持した。また、欧米など先進国の回復基調が明確になってきたことを理由として、「世界経済全体としてのリスクが低下してきている」と述べた。

なお、市場の追加緩和期待に関連して、「(マーケットの状況について)特別な懸念をもっていない

		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)
13年度	今回	2.7%	0.7%
	前回	2.7%	0.7%
14年度	今回	1.4%	(1.3%)
	前回	1.5%	(1.3%)
15年度	今回	1.5%	(1.9%)
	前回	1.5%	(1.9%)

い、「リスクは顕在化していない」、「リスクが顕在化しなければ現在の政策が続いていく」と発言。これまでのスタンスと矛盾しているわけではないが、自信を前面に打ち出している印象が強く、追加緩和期待の後退に繋がった可能性がある。

（FRB）資産買入の追加縮小を決定

FRBは1月28～29日に開催したFOMC（連邦公開市場委員会）にて、量的緩和策における資産買入れ規模の追加縮小を決定した。現行の月750億ドル（米国債400億ドル、MBS350億ドル）の買入れ規模を、100億ドル減額（米国債、MBS各50億ドル減額）する。縮小は12月FOMCに続き2回連続となる。

低金利の時間軸については、「特に予想されるインフレ率が2%の長期目標を下回る状態に留まるのであれば、相当の期間においてFF金利誘導目標（政策金利）を現行のレンジに維持することが適切になる」と、前回の表現を存置した。

声明文中の景気認識について「経済活動の成長ペースはここ数四半期で上向いた」と上方修正。労働市場の状況についても「指標はまちまちだが、全体としては一層の改善を示した」と前向きに評価している。

今後の買入れ規模縮小については、「あらかじめ定まった道筋はない」としつつも、「今後入手される情報が、「労働市場が改善し、インフレ率が長期目標に向かって戻るといふ委員会の見通しを幅広く裏付けるのであれば、今後の会合においてさらに慎重な足取りで買入れペースを減額するだろう」と、前回のスタンスを踏襲している。

今回の追加縮小は規模も含めて大方の事前予想通りであった。ただし、開催の前週から俄かに警戒感が台頭した新興国経済への言及が全く無い点の一部で意外感を持って受け止められた。

なお、2月に入り、イエレン氏がFRBの新議長に就任した。任期は2018年2月3日までの4年間。

（ECB）維持

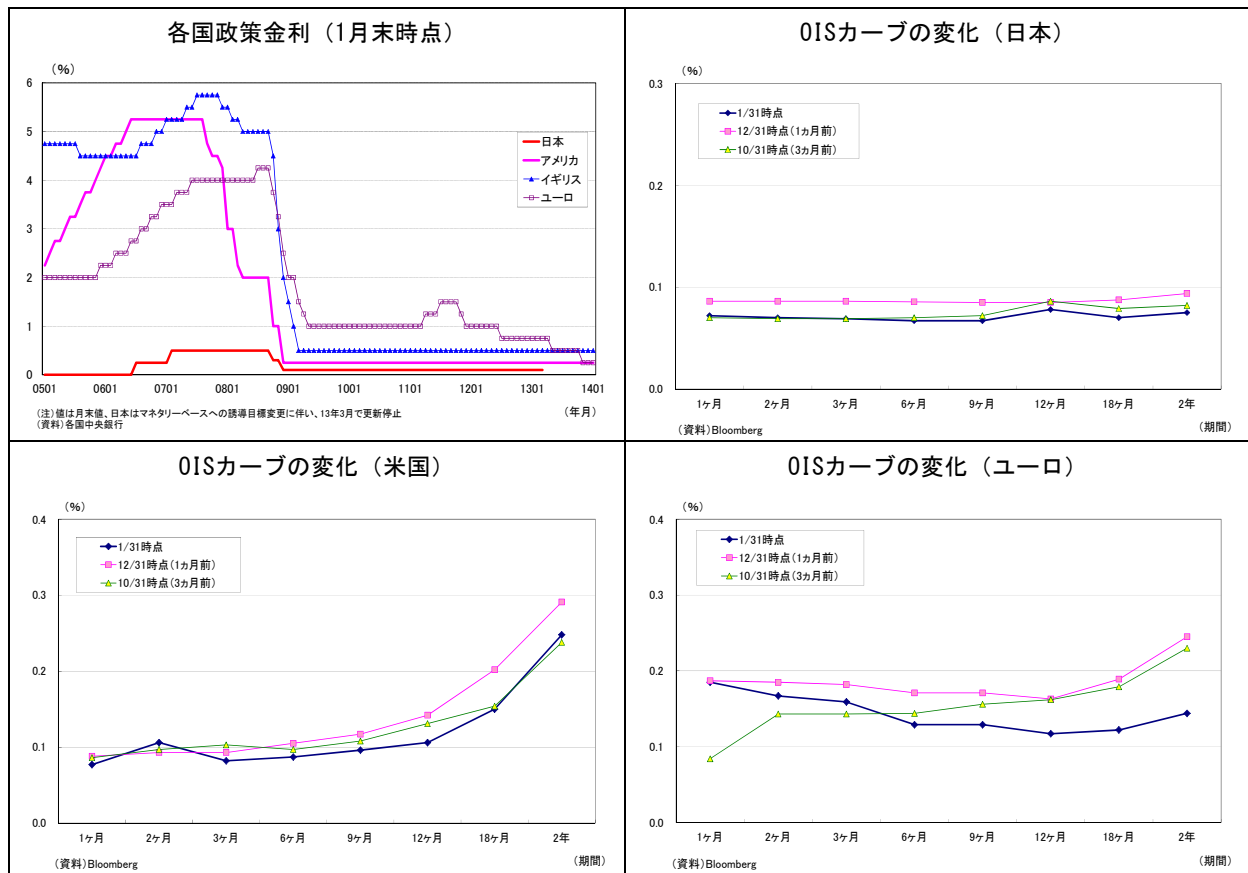
ECBは1月9日に開催された定例理事会において金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.25%に、下限金利である預金ファシリティ金利は0.0%に据え置かれた。

政策金利を長期にわたり現状またはそれを下回る水準に維持するという見通しについては「強く再確認する」とし、フォワード・ガイダンスを強化している。

理事会後の会見で、ドラギ総裁は「フォワード・ガイダンスの強化を示すために、より強めの言葉を使った。基本的に必要であれば行動するという決意を繰り返したものだ」と述べ、追加緩和の可能性を示唆した。さらに、行動に至る条件として、「正当化されない短期金融市場のタイト化（金利上昇）」と「中期インフレ見通しの悪化」を上げた。

一方で緩和の具体的手段については、「条約で認められた全ての手段が利用可能」「どの手段を用いるかは実際に何が起こるかによる」「現時点でどの手段を用いるかを憶測することは意味がない」などと明言を避けた。具体策の可能性を憶測する市場に対してヒントを与えなかった形となり、ECBの手詰まり懸念も払拭されなかった。

その後、今月に入り6日に開催された定例理事会でも、金融政策は現状維持となった。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.25%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・ガイダンスの表現も前回同様であった。



政策金利¹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1月末時点における利回り曲線を見ると、日本は全体的にやや下方にシフト。月の下旬に発生した新興国不安で追加緩和期待がやや持ち直した可能性がある。ユーロ圏はカーブの右肩下がりが顕著になっており、新興国不安に加えて物価の下ぶれが、追加緩和期待の台頭に繋がったとみられる。米国は一応1年超のゾーン以降は右肩上がりの形状を維持しているが、先月からは全体的に下方にシフトしており、利上げペース予想の後退がうかがわれる。

3. 金融市場（1月）の動き：円高ドル安、ユーロドル下落、金利は低下

（10年国債利回り）

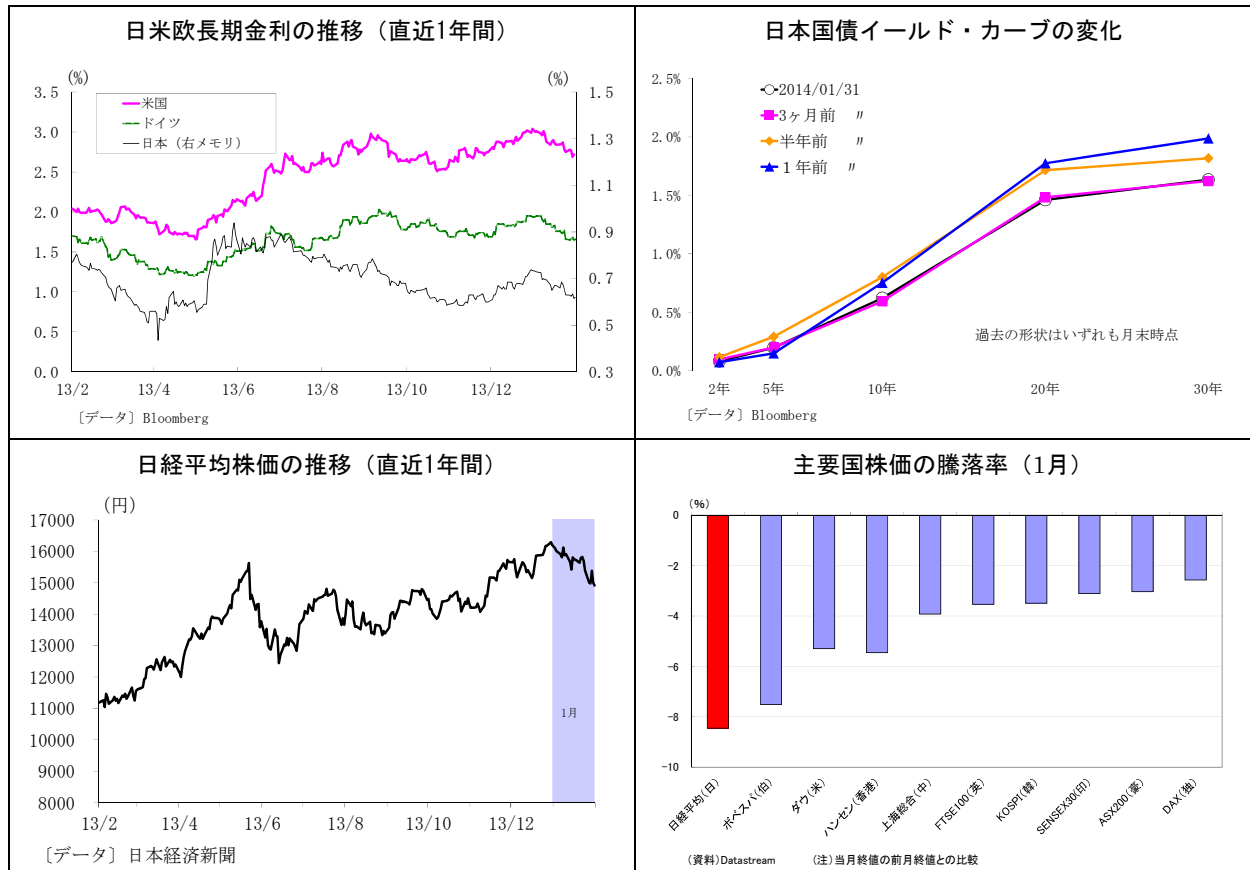
1月の動き 月初0.7%台前半からスタートし、月末0.6%台前半に。

月初、好調な10年債入札を受けて買いが優勢となり、7日に0.7%近辺へ低下。その後低調な米雇用統計結果を受けて、14日には0.6%台半ばへと水準を一段切り下げる。以降、ドル円と株価の持ち直しを受けて、しばらく0.6%台後半での一進一退が継続。しかし、24日に中国の景況感指数悪化を皮切りとする新興国不安が高まると市場がリスク回避度合いを高め、長期金利は0.6%台前半へと低下。不安はなかなか収束せず、月末も0.6%台前半で着地した。

¹ 日銀は2013年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。

当面の予想

足元も 0.6% 台前半で推移。従来からの日銀の大量国債買入れがリスクプレミアムを圧縮しているうえ、新興国不安に伴うリスクオフ地合いが改めて債券需要を喚起している。今後は新興国不安の一服などから多少上昇すると見ているが、新興国不安が完全に払拭されることはまずなく、米債務上限問題というリスク要因もちらつく。従って、本邦長期金利の上昇余地は限定的だろう。0.6%～0.7% 台での推移を予想する。



(ドル円レート)

1月の動き 月初 105 円近辺からスタートし、月末 102 円台後半に。

月初、軟調な株価を背景にリスクオン地合いがやや後退し、円がじり高に。7日には104円台半ばへ。その後一旦ドル高へ切り返すも米雇用統計の予想大幅未達を受けてドルが売られ、14日には103円台前半を付ける。その後、堅調な米経済指標を受けて警戒感が和らぎ、翌15日に104円台を回復、以降は膠着した推移が続く。下旬に入ると、俄かに新興国不安が高まりリスク回避の円買いが発生、27日には102円台半ばを付ける。その後、米FRBが量的緩和をさらに縮小、新興国への言及が無かったことも嫌気され、月末までリスクオフモードに。結局、102円台後半で着地した。

当面の予想

ドル円は2月に入って一旦101円台に下落したのち、足元は102円近辺に戻している。新興国不安は今後も燻るものの、米経済への懸念が払拭されれば警戒感は弱まるだろう。その意味で本日の米雇用統計は極めて重要。市場予想(18万人程度)に近い数字が確保できれば、105円は遠いもののドル円は上昇するだろう。ISM非製造業指数や新規失業保険申請数など直近の指標を見る限り、こちらがメインシナリオとなる。一方で、数万人規模で下振れればドル円は下落し、当分下値を探る展開となる。来週のイエレンFRB議長の年次報告や月下旬のG20でどこまで市場の不安感を緩和

できるかが焦点となりそうだ。

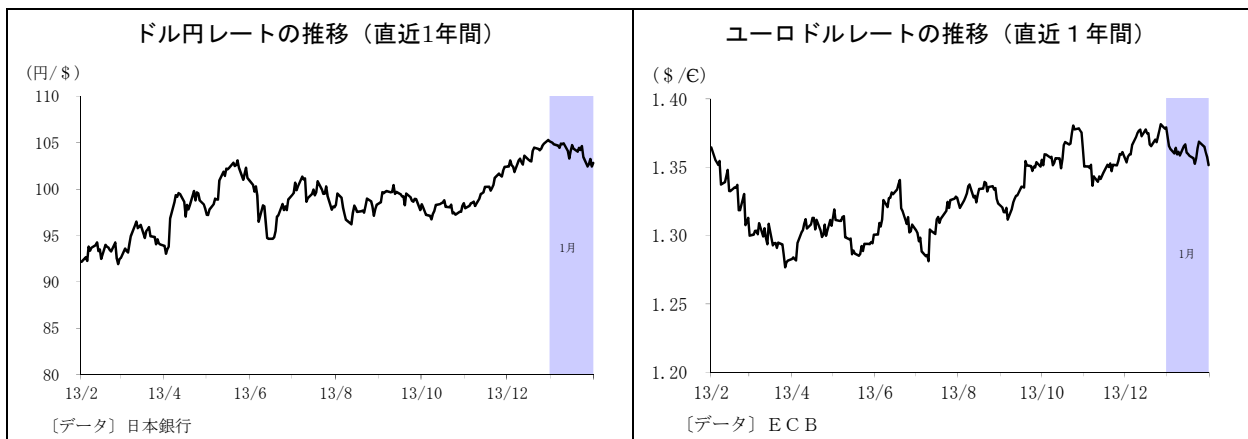
(ユーロドルレート)

1月の動き 月初1.36ドル台後半からスタートし、月末は1.35ドル台前半に。

月初、1.36ドル台での推移となった後、米ADP雇用レポートの結果を受けたドル買いで、8日には一旦1.35ドル台へ。その後、米雇用統計の低調な結果を受けたドル安で、13日には1.36ドル台を回復する。以降は、ユーロ圏の経済指標を材料に1.35ドル台前半から1.36ドル台後半で方向感の無い推移が継続。その後、新興国不安台頭に伴うユーロ売りドル買いでユーロは下落基調となり、ユーロ消費者物価の予想割れを受けた月末には、1.35ドル台前半までユーロ安が進行した。

当面の予想

昨日のECB理事会での追加緩和見送りを受けて、足元は1.36ドル付近へと上昇している。ECBの追加緩和期待は継続しており、緩和縮小を続けるFRBとの方向感の違いは明確だが、米国経済への懸念が煽っていることがユーロをサポートしている。目先は米雇用統計次第だが、米経済は現状そこまでひどいわけでは無く、それなりの数字が出てくることでユーロが弱含む可能性の方が高いと見ている。いずれにせよ、ユーロドルはしばらくドル側の要因で動きそうだ。



金利・為替予測表 (2014年2月7日現在)

		2013年	2014年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
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	3.0	3.1	3.2	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2
ドル円	(平均)	100	104	103	105	107
ユーロドル	(平均)	1.36	1.35	1.33	1.33	1.32
ユーロ円	(平均)	137	140	137	140	141

(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。