

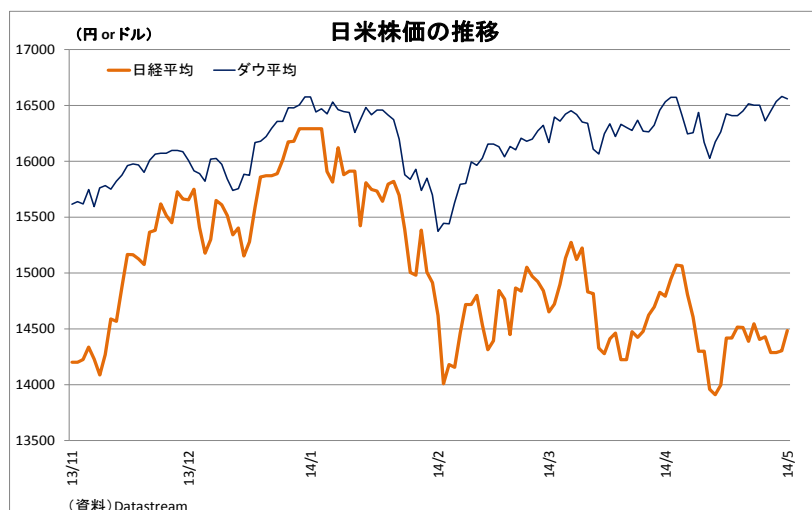
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(5月号)

～日米株価の格差問題

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)** 30日に米ダウ平均株価が史上最高値を更新した。一方、わが国の株価は不振が続いており、日米株価の格差は鮮明だ。本来、日米株価の相関性は強いが、最近では相関係数が大きく低下している。一方、日本株とドル円レートとの相関関係は、相対的に強い関係性を維持。ドル円は、年初以降3円程度円高ドル安になっているが、この間の動きは米長期金利の動きと殆ど一致。つまり、米長期金利の低下がドルの低迷を通じて、日本株低迷をもたらしている。これが日米格差の一因とみられる。さらに、日本の独自要因が格差に拍車をかけている。消費税率引き上げによって、景気の先行きや企業業績に不透明感が出ているなかで、追加緩和期待が大きく後退していることだ。これから先もしばらくはこの状況が続くそうだが、時間軸を伸ばせば日本株の上昇に伴う日米格差の緩和が期待できる。米国では今後徐々に利上げが意識されやすくなり、長期金利上昇に波及する可能性が高い。また、国内でも消費税の影響が見えてくるため、不透明感が緩和される。ただし、カギとなるのはやはり政府の新成長戦略だ。新成長戦略で海外マネーを再び呼び込むことが出来るかどうかはキャッチアップに向けた重要課題となる。
2. **(日米欧金融政策)** 4月の金融政策は、日欧で現状維持となったが、FRBが量的緩和の追加縮小を決定。なお、日銀は4月末に展望レポートを公表。15年度にかけて物価が2%に達するとの見通しが改めて示され、前回同様、早期に追加緩和に動く気配は見えない。
3. **(金融市場の動き)** 4月はドル円、ユーロドル、長期金利ともに膠着感の強い状況が継続した。中期的な円安ドル高シナリオは今も生きているが、当面、ドル円の反発力は限定的になりそう。ユーロドルは弱含み、長期金利は横ばい圏内の展開を予想。



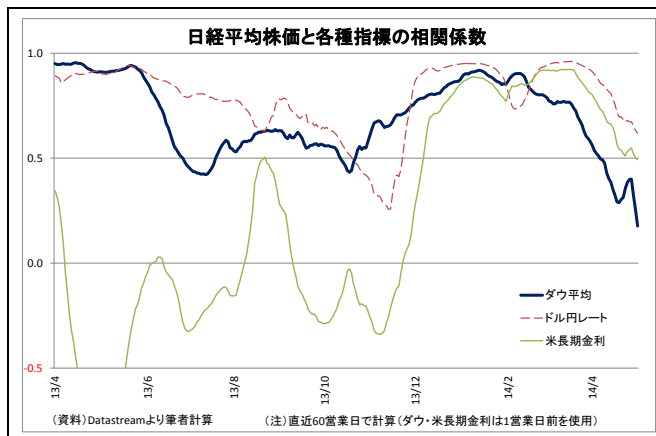
1. 株価：日米株価の格差問題

4月30日、米ダウ平均株価終値は昨年末につけた史上最高値を約4ヵ月ぶりに更新した。1月下旬から2月上旬にかけて一旦調整したものの、着々と盛り返した。一方、わが国の株価は不振が続いている。日経平均株価の同日終値は、昨年末に比べて12.2%も低い水準にある。年初以降、日米株価の格差は鮮明になっており、そのグラフ形状はいわば“ワニのくち”状態になっている（表紙図表参照）。

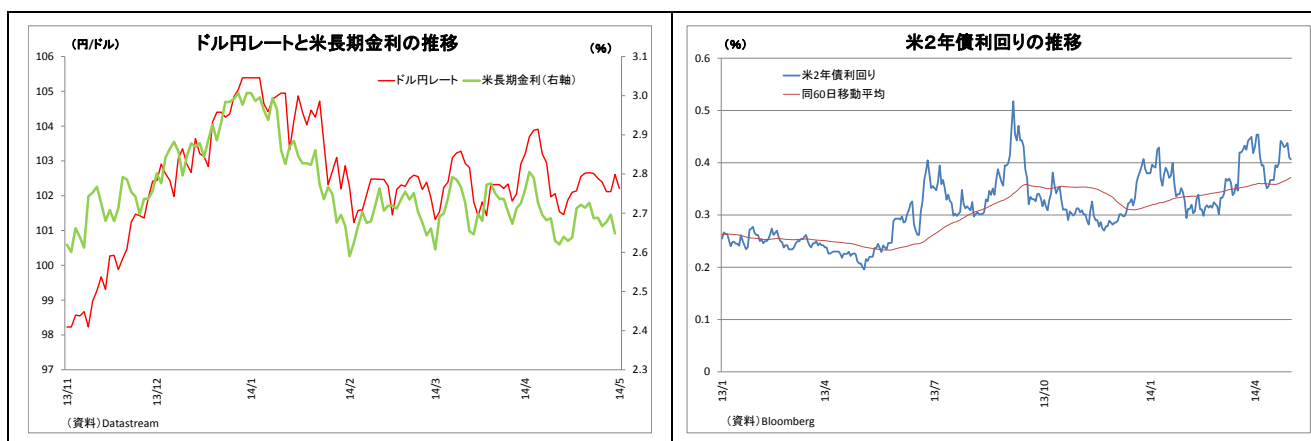
（上がらない米長期金利が負担）

本来、日米株価の相関性は強い。とりわけ、米株価の上昇は日本株の上昇を促すという関係にある。実際、日経平均とダウ平均の相関係数（1で完全相関関係、0で無相関関係を示す）を計算すると、昨年末辺りでは0.9程度に達していた。しかし、最近では日米株価の相関係数が大きく低下している。

一方、日経平均とドル円レートとの相関関係は、従来と比べて弱まっているものの、ダウ平均よりは強い関係性を維持している。



ドル円レートは、昨年末の105円台半ばに対し、足元では102円台半ばと円高ドル安になっているが、この間の動きは米長期金利（10年国債利回り）の動きと殆ど一致している。昨年末に3.0%台に乗せていた米長期金利は現在2.6%台にまで低下している。つまり、ドルの魅力を減退させる米長期金利の低下がドルの低迷を通じて日本株低迷をもたらしている。一方で、米金利低下は米株価にとってはプラス要因だ。このことが日米株価の格差を生じさせている一因とみられる。



それでは、なぜ米長期金利は低迷しているのだろうか。筆者は主に2つの背景があると考えている。一つは「ウクライナ情勢への懸念」だ。ウクライナ情勢は2月下旬以降、欧米やロシアを巻き込んで緊迫化、リスク回避の債券買いを促した。足元では市場の警戒感はやや低下しているが、“万一のリスク”は残っており、保険の意味合いでの米国債需要が続いていると考えられる。

そしてもう一つは米国の早期利上げ観測の後退だ。3月FOMC後のイエレン議長によるいわゆる“6ヵ月発言”によって一旦は早期利上げ観測が台頭したが、その後議長がハト派色を強く打ち出したことで下火になったとみられる。先行きの政策金利予想を織り込みやすい米2年債利回りを見ても、上下は

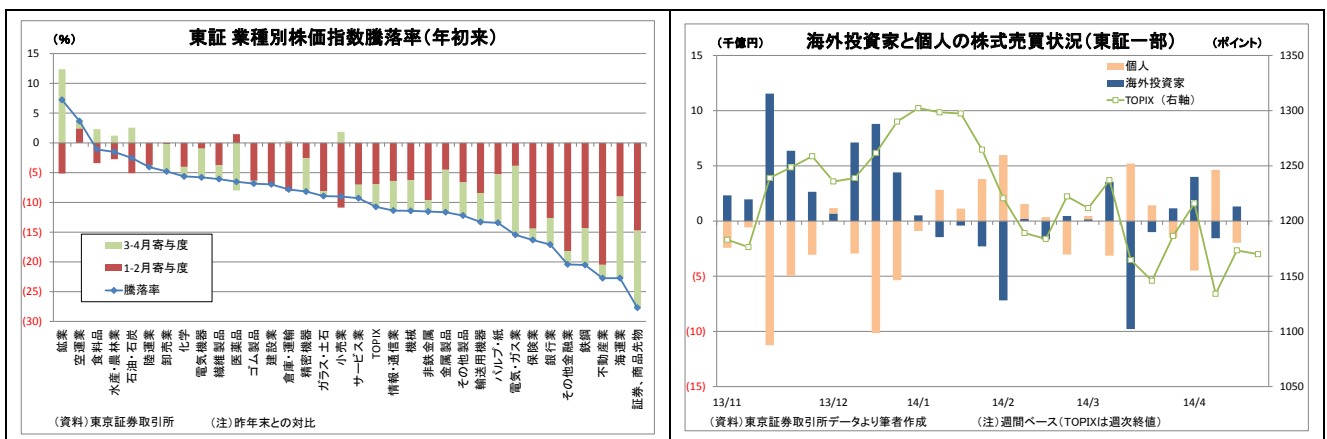
しつつも足元で0.4%付近と、量的緩和縮小観測が高まった昨年9月上旬の水準を下回る状況だ。

(国内要因が拍車)

さらに、日本の独自要因が、日米格差に拍車をかけている。

消費税率引き上げによって、景気の先行きや企業業績に不透明感が出ている。これに伴って日銀の追加緩和観測が高まれば、株安圧力は緩和されたはずだが、年初以降も物価が順調に上昇してきたうえ、日銀が先行きへの自信を全く崩さないため、市場の追加緩和期待は大きく後退している。実際、14年入り後の東証業種別株価指数を見ると、証券・商品先物をはじめとする各種金融業、不動産といった金融緩和メリットセクターの下げ幅の大きさが目立っており、緩和期待の後退を強く示唆している。

以上、日米株価の格差問題は、米長期金利低下ならびに日本独自要因（増税＋追加緩和期待後退）によって発生した現象と捉えることが出来る。



(過度の悲観視は不要)

これから先もしばらくはこの状況が続きそうだが、時間軸を伸ばせば日本株の上昇に伴う日米格差の緩和が期待できる。

米国では粛々と量的緩和の縮小が行われているが、現在はちょうど停止までの期間の中間地点にあたると思われる。今後は徐々に緩和縮小後に控える“利上げ”が意識されやすくなり、緩やかな米短期金利上昇を通じて長期金利上昇へと波及する可能性が高い。

国内要因についても、早期の追加緩和こそ期待しにくい状況ではあるものの、消費税率引き上げの影響は時間がたつにつれて見えてくる。影響が市場の想定以上なのか、想定内なのかという問題は別途あるが、想定以上の場合は追加緩和観測が再び台頭しやすくなる。また、先行きの不透明感が解消することも株価にとって好材料だ。

ただし、ここまで離れてしまうと、日本株が米株にキャッチアップするためかなりの力が必要であることも事実。

そこでカギとなるのはやはり6月に発表される政府の新成長戦略だ。今年に入ってから株安は海外投資家の売りが主導してきた。市場の期待に応える新成長戦略を構築し、海外マネーを再び日本に呼び込むことが出来るかどうかは重要課題となる。

2. 日米欧金融政策（4月）：展望レポートで16年度も物価上昇2%が示される

（日銀）維持（2回とも）

日銀は4月7～8日に開催した金融政策決定会合において、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、国債等の資産買入れを継続する。

声明文における景気判断については、「消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも」という文言を加えつつも、「(基調的には)緩やかな回復を続けている」と前月までの判断を据え置いた。

今回の総裁会見は初めてリアルタイムでの報道が解禁されたうえ、消費税率引き上げ後初の会見という意味でも注目度が高かった。黒田総裁は、「需給ギャップはほとんどゼロに近づいている」、「7～9月以降は潜在成長率を上回る成長経路に復していく」、「物価目標の達成については、従来同様、確信を持っている」など、これまで同様に景気・物価の先行きに対する自信を打ち出した。また、市場の最大の注目点である追加緩和についても、「必要があれば躊躇することなく調整を行う」としつつ、「現時点で追加的な緩和を行う必要があるとは思っていない」と消極的な発言をした。

これを受けて、市場では円高が進み、早期の追加緩和観測はかなり後退したとみられる。

その後、4月30日に開催した決定会合においても、日銀は現行の金融政策を維持した（全員一致）。

併せて公表された「展望レポート」では、14年度から16年度までの日本経済は「基調的には潜在成長率を上回る成長を続ける」とし、物価上昇率は「見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」（総裁会見での補足によれば“15年度を中心とする期間”とのこと）との見通しを示した。

前回（1月）との比較では、輸出回復の後ずれなどから14年度の経済成長率こそ下方修正したものの、物価上昇率については、労働需給の引き締めや中長期的な予想物価

上昇率の高まりを理由に14・15年度ともに前回の見通しを維持。今回から新たに公表された16年度についても、2%を上回る「2.1%」という数値が示された。

総裁会見では、「消費税率引き上げによる反動減の影響は概ね想定内で、消費の基調的な底堅さは維持されている」、「生産・所得・支出の好循環は持続する」、「需給ギャップが縮小し、賃金・物価を引き上げていく」など、従来同様、先行きへの自信を示した。一方で、追加緩和の可能性についての質問に対しては、「道半ばであり、必要であれば躊躇無く政策を調整する」とかわすなど、前回からややニュアンスが変わった印象。市場の追加緩和期待を盛り上げる発言では無かったものの、前回よりは市場への配慮がうかがわれる。

また、黒田総裁は今回展望レポートの16年度物価上昇率「2.1%」見通しを以ってして、「物価目標を安定的に持続するために必要な時点まで続ける」としている異次元緩和の出口の時期を特定することは時期尚早と発言。現在は「まだ道半ば」であること、また、実際の判断に当たっては「実

展望レポート(14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)
13年度	今回	2.2%	0.8%
	前回	2.7%	0.7%
14年度	今回	1.1%	(1.3%)
	前回	1.4%	(1.3%)
15年度	今回	1.5%	(1.9%)
	前回	1.5%	(1.9%)
16年度	今回	1.3%	(2.1%)
	前回	--	--

(注) 前回は14年1月時点の見通し

14年度以降のコアCPIは消費増税の影響除き

(資料) 日本銀行

績だけでなく、予想物価上昇率、さらにはそこから先の経済・物価の見通しがどうなっていくかを見極める必要がある」と説明した。

強気の姿勢を維持しつつ、市場に出口を意識させないための配慮と考えられる。

(FRB) 量的緩和の追加縮小を決定

FRBは4月29～30日に開催されたFOMC（連邦公開市場委員会）において、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550億ドル（米国債300億ドル、MBS250億ドル）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以降、4回連続となるが、市場の大方の予想通りであった。

また、フォワードガイダンスについても前回同様となった。すなわち、「雇用情勢や物価上昇圧力、インフレ期待、金融情勢など幅広い情報を考慮」し、「特にインフレ率が長期目標である2%を下回り、長期のインフレ期待が抑制されている限り、資産買入れプログラム終了後も相当の期間において現行の政策金利を維持するのが適当だろうと見込んでいる」としている。

なお、声明文中の景気判断については、前回の「冬の間、減速した」から、「最近、持ち直した」へと上方修正。3月以降の経済指標が全体的に堅調になっていることを反映している。

今回の声明文には、先行きの金融政策に関する新たな手がかりは見当たらない。また、委員会後の議長会見も無かった（次回は6月）ため、ほぼ無風であったと言えるだろう。

(ECB) 維持

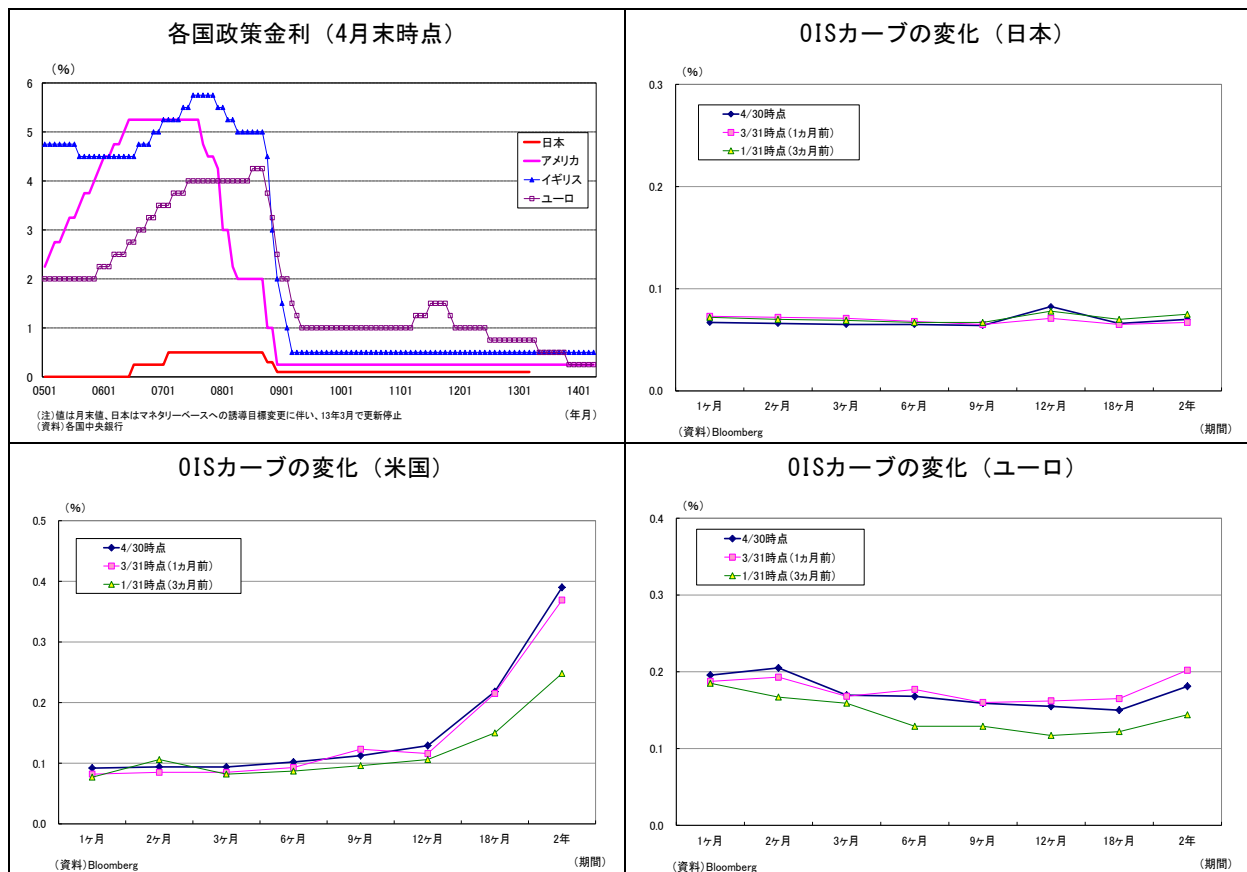
ECBは4月3日に開催された定例理事会において金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.25%に、下限金利である預金ファシリティ金利は0.0%に据え置かれた。その他の政策変更も無し。「政策金利を長期にわたり現状またはそれを下回る水準に維持する」としているフォワード・ガイダンスに関しても、前回同様である。

ただし、声明には「理事会は低インフレ長期化リスクに対処するため、非伝統的手段も活用することを約束するという点で全員一致している」という一文が今回追加されている。

また、ドラギ総裁は理事会後の会見にて、今回、量的緩和を含めた様々な緩和策が討議されたことを明らかにしている。具体的には、量的緩和のほか、利下げ、預金金利引き下げ（マイナス金利の導入）、固定金利・金額無制限のオペ延長が挙げられている。

さらに、為替市場において、物価下落の要因となるユーロ高が継続していることを踏まえ、「為替レートは物価安定にとって非常に重要」と言及、ウクライナ情勢を念頭に置いた“地政学リスク”とともに為替相場の動向が及ぼし得る影響について「綿密に監視する」と表明し、ユーロ高を牽制した。

ユーロ圏のインフレ率（3月の前年比は0.5%）が低迷を続けていることを受けた対応とみられるが、従来に比べて全体的に追加緩和を強く意識させる内容であった。



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4月末時点における利回り曲線を見ると、日本は従来同様全く変化なし。前月に大きく変化した米国も今回は特段の動きは見られず、利上げ観測は安定していたようだ。一方、ユーロ圏は12ヵ月超のゾーンにて3月末からやや下方にシフトしている。4月のECB理事会が追加緩和を意識させる内容であっただけに、追加緩和観測がやや盛り返した可能性がある。

3. 金融市場（4月）の動き：全体的に膠着感の強い展開に

（10年国債利回り）

4月の動き 月初0.6%台前半からスタートし、月末も0.6%台前半に。

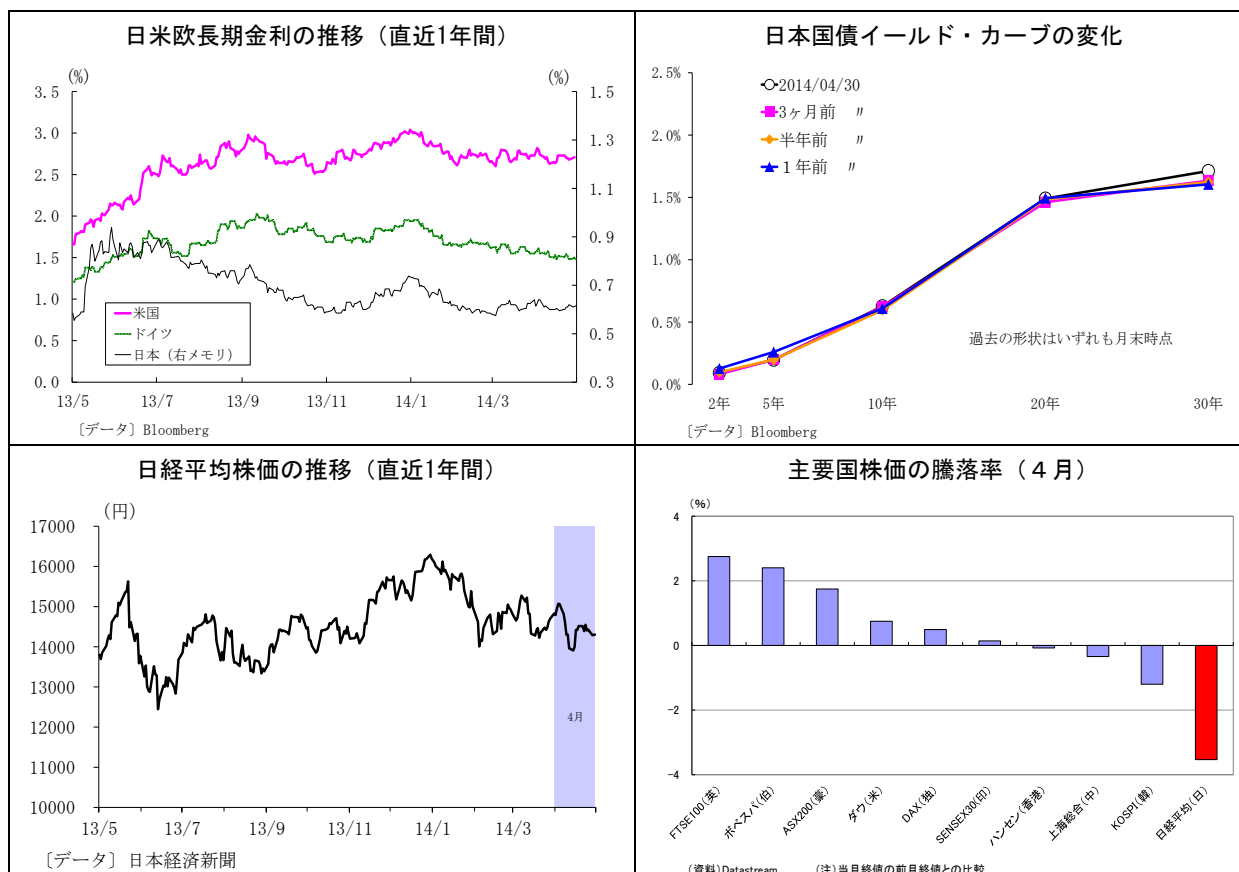
月初、堅調な米経済指標等を受けた株高・米金利上昇により3日に0.6%台半ばへ上昇。その後、米雇用統計がわずかながら市場予想を下回り、債券選好から7日には再び0.6%台前半へと戻る。以降は、株式市場の動向や入札、日銀買いオペなどの影響を多少受けつつも動意に欠け、0.6%台前半の極めて狭いレンジでの膠着推移が続いた。月末も0.6%台前半にて着地。

当面の予想

足元も0.6%台前半で動意なし。需給の観点では、日銀の大規模国債買入れによる安心感が強力に金利の上昇を抑える。また、マクロ情勢の観点からも、今後もしばらくは消費税増税に伴う景気の不透明感が払拭されず、ウクライナ情勢もすっきりしない展開が続くことが長期金利の低迷に作用しそうだ。一方で、0.5%台になると高値警戒感が強まるため、金利低下余地も小さい。しぼら

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。

くは 0.6% 台での膠着した推移が続くだろう。



(ドル円レート)

4月の動き 月初 103 円台前半からスタートし、月末 102 円台半ばに。

月初、堅調な米経済指標等を受けて 2 日以降 103 円台後半へと水準を切り上げて推移。米雇用統計は悪くは無かったものの利益確定に押され、7 日には 103 円台前半に。さらに翌 8 日には日銀総裁会見によって追加緩和期待が後退し、102 円台後半へと下落。その後も中国の輸出減少や米早期利上げ観測の後退などで円高圧力が加わり、11 日には 101 円台半ばまで円高が進む。その後は中国経済指標の改善や日本の貿易赤字拡大を受けて円安基調に転じたが、ウクライナ情勢への警戒や TPP の合意見送りなどが制約要因となってドルの上値は重く、月末は 102 円台半ばで着地。

当面の予想

足元も 102 円台半ばで推移。日銀の追加緩和観測が後退してしまっていること、消費税増税の影響への警戒感が残ること、ウクライナ情勢やイエレン FRB 議長のハト派的スタンスから米長期金利が上がりにくくなっていることから、基本的に当面はドル円の上値は重い地合いが続くだろう。とは言え、本日夜には 4 月米雇用統計が発表されるため、これを材料とする水準調整が予想される。市場予想 (21.8 万人程度) を超える雇用増が示されれば、ドル円はやや上昇するだろう。一方、下振れた場合にはドル円は弱含むことになるが、巨額の貿易赤字や金融政策の方向性などから円も積極的に買いつらく、円高余地も限定的と見ている。直前の米経済指標 (ADP 雇用統計、ISM 指数) から鑑みると、前者のシナリオの可能性がやや高い。

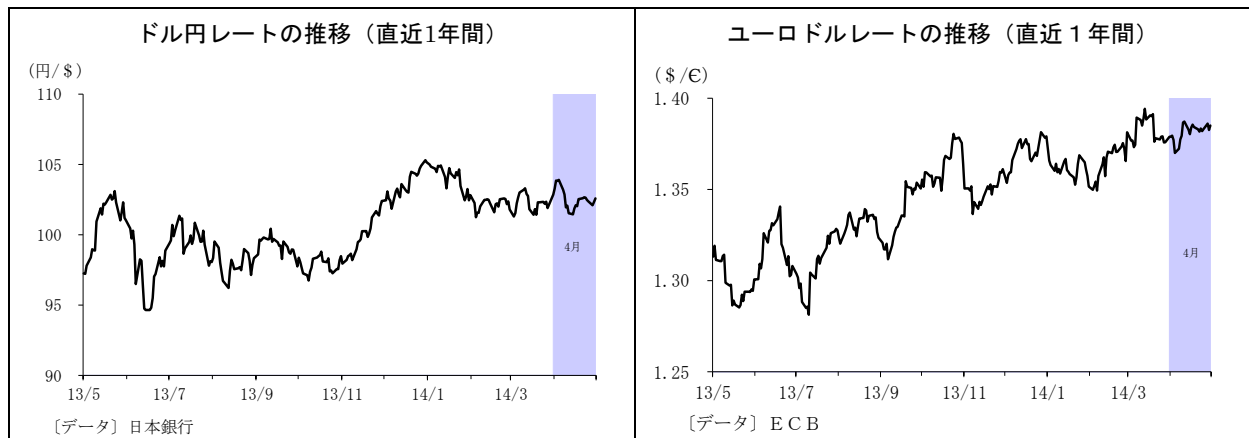
(ユーロドルレート)

4月の動き 月初1.37ドル台後半からスタートし、月末1.38ドル台半ばに。

月初は1.37ドル台後半でスタートした後、ECB理事会を受けた追加緩和観測の高まりで1.37ドル付近まで下落。その後はECB要人から追加緩和への消極発言が出てユーロが上昇に転じ、さらに米早期利上げ観測が後退したことで10日には1.38ドル台後半まで上昇。しかし、翌14日にはECBドラギ総裁のユーロ高牽制発言を受けて1.38ドル台前半に戻し、以降は1.38ドル台前半から半ばをレンジとする膠着した推移に。月末も1.38ドル台半ばで着地した。

当面の予想

足元はやや水準を切り上げ、1.38ドル台後半で推移している。これ以上上昇すると、ユーロ高への警戒感を強めるECBの追加緩和観測が強まると予想され、ユーロドルの上昇余地は限定的と見ている。目先は4月の米雇用統計がカギとなるが、欧米景気の回復力の格差や金融政策の方向性の違いなどから、当面の基本線としてはユーロの弱含みを予想している。



金利・為替予測表 (2014年5月2日現在)

		2014年				2015年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.6	0.6	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)	2.8	2.9	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)	1.7	1.6	1.8	2.0	2.2
ドル円	(平均)	103	103	105	107	108
ユーロドル	(平均)	1.37	1.37	1.35	1.33	1.32
ユーロ円	(平均)	141	141	142	142	143

(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。