

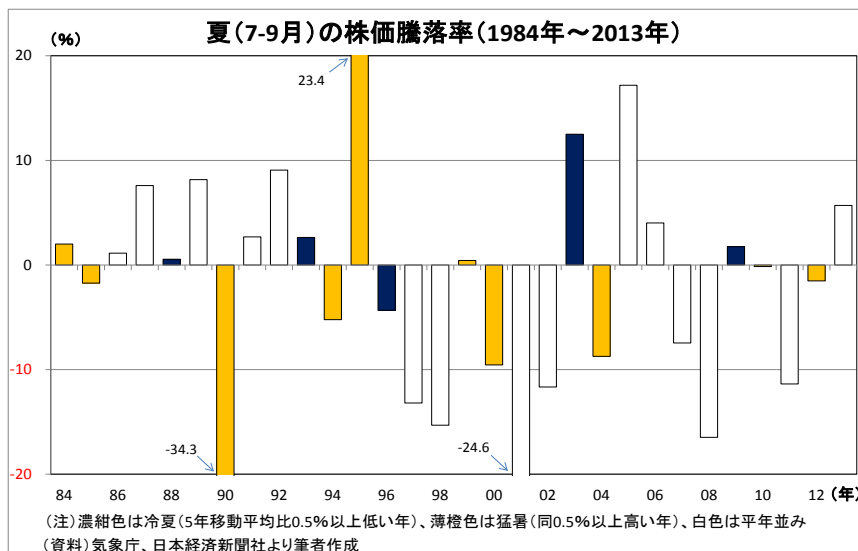
# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(6月号)

### ～ “冷夏は恐るるに足らず” 夏の気温と株価

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)** この夏はエルニーニョ現象の影響による冷夏が予想されており、景気への影響も危惧されている。一方、夏の気温と株価の関係を過去30年について調べてみると、冷夏時の株価上昇確率は80%に達し、平年並みや猛暑を大きく上回った。もちろん、株価に対しては、気温よりも内外経済情勢や政治などの影響力が大きい、「冷夏→消費減少→景気悪化→株価下落」というシナリオが過去にあまり実現しなかったことは事実。冷夏による景気の落ち込みはあるものの、一時的に留まるという点も影響している可能性がある。冷夏による夏場の株価下落を過度に警戒する必要はないと考えられる。むしろ、この夏の株価を考える上では、米国の金利動向と日本の経済政策への警戒が必要だ。最近の株価上昇は米長期金利の回復がサポートした。さらに直近の日経平均株価は米長期金利の動きから推計される水準を650円上回っており、日本の成長戦略やGPIFの運用変更への期待が織り込まれた可能性が高い。もし米長期金利の低迷や日本の経済政策への失望が起きる事態となれば、株式市場は別の意味で冷夏となりかねない。
2. **(日米欧金融政策)** 5月の金融政策は、日米欧ともに現状維持となったが、6月に入ってECBが追加緩和を決定。利下げのほか、マイナス金利の導入、長期資金供給など複数の緩和策を並べたうえで、今後の追加緩和にも含みを持たせる形に。
3. **(金融市場の動き)** 5月は円高ドル安、ユーロ安となり、本邦長期金利は低下した。今後は米景気回復期待等を背景としたドル円の強含みを予想する。一方、ユーロドル、長期金利については横ばい圏内の動きを予想している。



# 1. 株価：夏の気温と株価

5月下旬から6月初旬にかけて、日本列島は強烈な暑さに見舞われた。しかしながら、この夏はエルニーニョ現象の影響による冷夏が予想されており、景気への影響も危惧されている。冷夏になった場合、株式市場への影響はあるのだろうか？夏の気温と株価の関係性を振り返りつつ考えてみる。

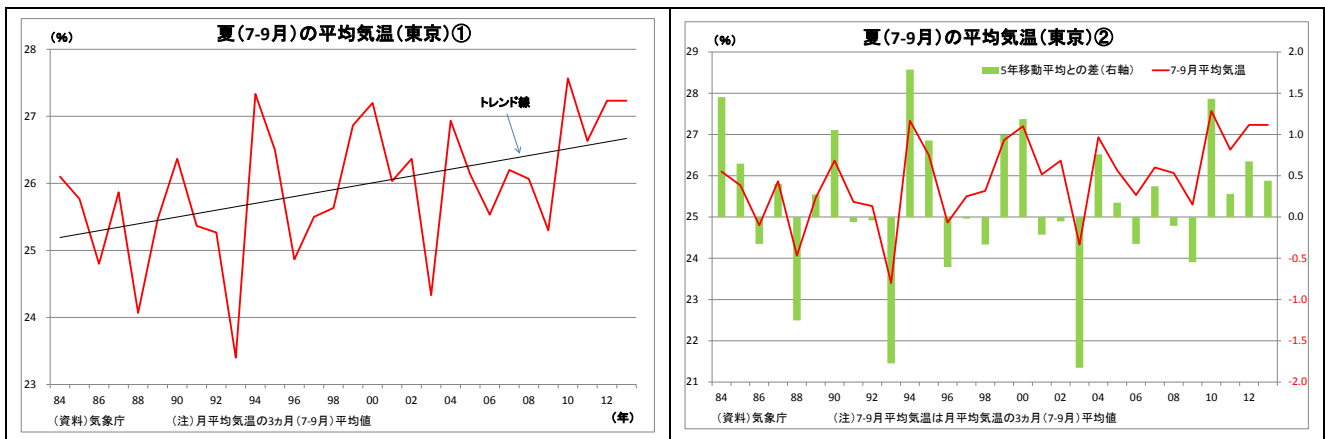
## (むしろ冷夏は株高傾向が強い)

まず、東京について、過去30年（1984年～2013年）の夏（7-9月）の平均気温を確認すると、最低の23.4℃（1993年から最高の27.6℃（2010年）まで年によってかなりのバラつきがあることがわかる。また、もう一つの特徴として、気温が上昇傾向にあることが確認できる。これが地球温暖化の影響なのか否かは不明だが、特に直近4年（2010年～13年）については27℃前後と高止まりしている。

“冷夏”やその比較対象としての“猛暑”の株価を計るためには、その定義が必要だが1、今回は直近5期移動平均より0.5℃以上低い年を冷夏、逆に0.5℃以上高い年を猛暑と定義付けた。これは、絶対水準で区分すると気温上昇の関係で、冷夏は昔ばかり、猛暑は近年ばかりになってしまうためだ。上記基準で区分することで、「近年の平均的な状況と比べて明確に寒い場合は冷夏、暑い場合は猛暑」という意味合いとなる。その結果、冷夏、猛暑は以下のとおりとなった。

- ・冷夏（5年が該当）：1988年、93年、96年、03年、09年
- ・猛暑（10年が該当）：1984年、85年、90年、94年、95年、99年、2000年、04年、10年、12年
- ・平年並み（15年が該当）：冷夏・猛暑以外の年

各年夏の株価騰落率（9月末株価の6月末比）を並べたうえで、上記の区分けを施したものが表紙の図表である。



結果をまとめると（右図参照）、冷夏の株価上昇確率は80%に達し、平年並み（同53%）や猛暑（同30%）を大きく上回った。

つまり、過去を振り返ると、冷夏は株価が上がりやすく、逆に猛暑は下がりやすかったという傾向が確認できる。

もちろん、株価は気温のみで決定されるわけではなく、むしろ内外経済情勢や金融政策、政治などの要素の影響力がより大

	株価上昇回数	株価下落回数	上昇確率
冷夏	4	1	80%
平年並み	8	7	53%
猛暑	3	7	30%

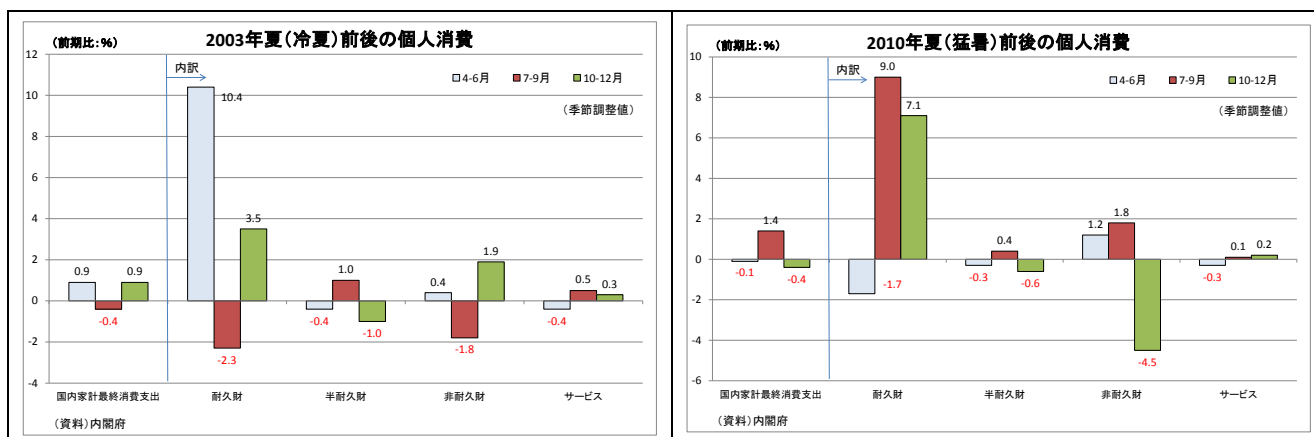
1 気象庁による「冷夏」、「暑夏」の判定基準とは異なる。

きい。また、株式市場の参加者は先を読むため、6月以前に株価に織り込んでいた可能性も排除はできない。ただし、「冷夏→消費減少→景気悪化→株価下落」というシナリオや、「猛暑→消費増加→景気回復→株価上昇」というシナリオが、過去にあまり実現しなかったことは事実だ。このことから、冷夏による夏場の株価下落を過度に警戒する必要はないと考えられる。

一方、冷夏が景気にマイナスに作用する傾向は確認できる。実質 GDP データが入手できる 1994 年以降で最も気温の低かった 2003 年夏について、前後を含めた個人消費動向（季調値）を見ると、夏（7-9 月）に消費の落ち込みが見られる。内訳として耐久財と非耐久財の落ち込みが大きいことから、冷夏によって、エアコンや季節性商品の売れ行きが減少したためと考えられる。一方、最も気温の高かった 2010 年夏には、耐久財や非耐久財を中心に増加がみられ、個人消費全体としても増加が顕著であった。

つまり、冷夏は消費減少、猛暑は消費増加という動きは確かにみられたが、注目すべきはあくまで一時的であったということである。2003 年の 7-9 月は冷夏では消費が落ち込んだが、翌 10-12 月にはプラス成長へ回復。逆に 2010 年の 7-9 月は猛暑で消費が回復したが、翌 10-12 月には 4-6 月同様のマイナス成長へと回帰している。

今年も 1-3 月の米国景気が寒波で押し下げられたのちに回復が見られるように、天候の景気への影響は一時的であり、トレンド自体を左右するものではないと考えられる。従って、先行きを織り込みにくい株価については、冷夏時には秋以降の需要回復が意識されることで上昇圧力が、猛暑時には秋以降の特需剥落が意識されることで下落圧力が生じやすくなる可能性がある。



### (警戒すべきは別の意味の冷夏)

むしろ、この夏の株価を考える上では、別の要素に警戒が必要と思われる。それは、米国の金利動向と日本の経済政策だ。

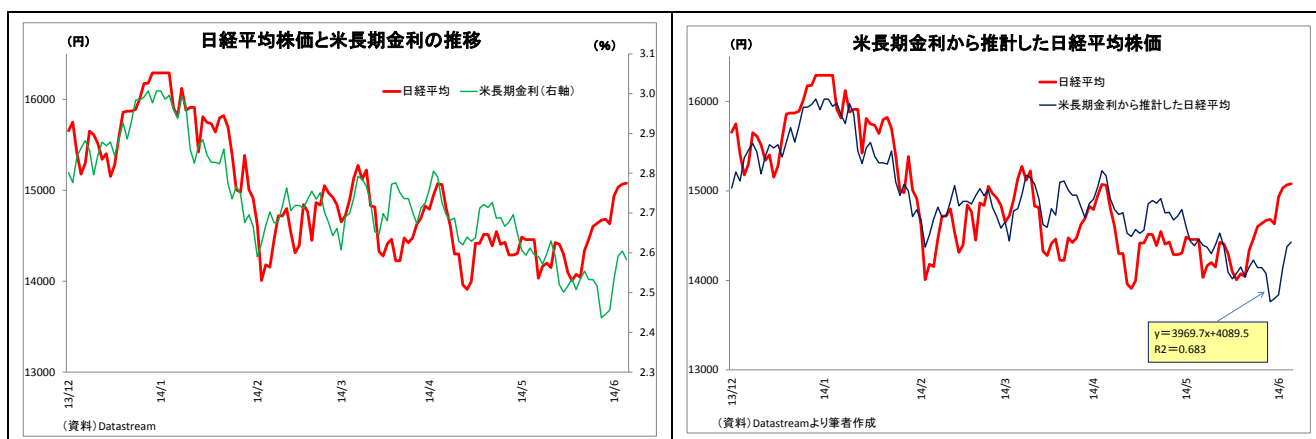
今年に入って米長期金利が低下し、それに伴う円高圧力の高まりが日本株の大きな逆風になってきた。米長期金利の低下は、米利上げペース予想の鈍化やウクライナ情勢、金利上昇を見込んでいた投機筋による米債買戻し、追加緩和期待に伴う欧州金利の低下などによる複合的な要因によるものと考えられるが、5月下旬に 2.4%台まで低下したのちは上昇に転じ、日本株もそれを好感する形で反発した。筆者は、引き続き米経済回復を背景に米長期金利は上昇していくというシナリオを中心に考えているが、もし米景気回復への疑念や利上げ予想のさらなる鈍化が生じれば、米金利が低迷し、日本株の抑制要因に変貌しかねない。

また、日本の経済政策にも注意したい。前述のとおり、米長期金利の反発が最近の日本株上昇の背景にあるが、それにしても回復が大きすぎる印象がある。実際、昨年 12 月から直近 6 月 5 日までの日経

平均株価を米長期金利で回帰分析<sup>2</sup>すると、米長期金利の動きから推計される日経平均株価は5日時点で14429円に留まり、実績（15079円）との間に650円の乖離が発生している。この乖離が目立ち始めたのは5月下旬以降のことだが、この時期はNISA枠の拡大や雇用制度改革、法人税減税など成長戦略の進展を伝える報道が相次いだうえ、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の株式比率引き上げ検討報道もあり、日本の経済政策に対する期待が株価に織り込まれた可能性が高い。

今後はその期待に応えることが出来るのかがいよいよ問われる局面に入っていくが、失望や材料出尽くし感が出ると株価へのマイナス影響は不可避となる。

これらリスクシナリオが現実のものとなれば、株式市場は別の意味で冷夏となりかねない。



## 2. 日米欧金融政策（5月）：日米欧ともに維持（ECBが6月に入って追加緩和）

### （日銀）維持

日銀は5月20～21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。

声明文では、景気判断について、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられている」としつつも、「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。一方、個別需要項目では、設備投資について、「緩やかに増加している」と前回の「持ち直しが明確になっている」から上方修正した。

今回は声明文における締めの部分にも大きな変更があった。「量的・質的金融緩和」は初期の効果を発揮」との文言が加わる一方で、「このような金融政策運営は（中略）、日本経済を15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている」という一文が削除されている（この変更については、総裁会見で何かサブスタンス（本質）を変えたということではなく、現状の認識を踏まえたものとの説明があった）。

総裁会見では、足元の景気について「景気の前向きな循環メカニズムは、雇用・所得環境の明確な改善を伴いながら、しっかりと作用し続けている」との判断を示すとともに、消費税率引き上げの影響についても「反動減の大きさは概ね想定範囲内（という声が多い）」、「（変動の影響は）夏場以降は減衰していくという見方に変わりはない」と発言。また、直近の株安・円高の動きについ

<sup>2</sup> 日米市場の関係性や時差を鑑み、推計にあたっては1営業日前の米長期金利を使用

ては、政策目標ではないとしつつも、「トレンドとして株高の方向が全く変わったとは感じていない」「円高になっていかなければならないという理由はあまりない」とやや踏み込んだ言及をしている。

全体的に従来からの前向きなスタンスを踏襲しており、追加緩和に関する手がかりは全く見あたらなかった。追加緩和はますます遠のいている印象。筆者としては物価が日銀のシナリオから下振れしていけば傍観は出来ないと考えているが、少なくとも秋以降の話になると見ている。

なお、今回の特徴としては、供給力（成長力）引き上げへの言及が非常に多かった点が挙げられる。物価が上昇する中で人手不足など供給力の問題がクローズアップされているためだ。低成長下の物価上昇という事態は避けたいという日銀が警戒感がうかがわれる。

### （FRB）維持（開催なし）

FOMC（連邦公開市場委員会）は年8回の開催であり、5月はその空白月に当たるため、必然的に現行金融政策が維持された。次回FOMCは6月17-18日に開催予定となっている

なお、5月21日に前回4月29-30日開催分のFOMC議事要旨が公表され、FRBが金融政策の正常化に向けた具体的な議論を開始したことが明らかになった。

議事要旨によれば、参加者は正常化に関連した幅広い議論を行い、この会合で正常化に向けた選択肢の検討を始めることは賢明であると総じて賛成したとのこと。

今回は何も決定には至らなかったとのことであり、またそもそも「必ずしも正常化がすぐに始まることを意味していない」とのことであるが、米国の出口戦略が世界の金融市場や実体経済に与える影響は大きい。今後ともその手法や時期、影響を探るべく、FRBによる議論の動向に市場の注目が集まる。

### （ECB）維持（6月に入って追加緩和）

ECBは5月8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、今後の金融政策については踏み込んだ発言があった。理事会後の総裁会見において、ドラギ総裁は、「理事会は次回（6月）行動することに違和感が無いと思うが、その前に来月初旬に公表されるスタッフ経済見通しの内容を見極めたい」と述べ、6月の追加緩和を示唆した。

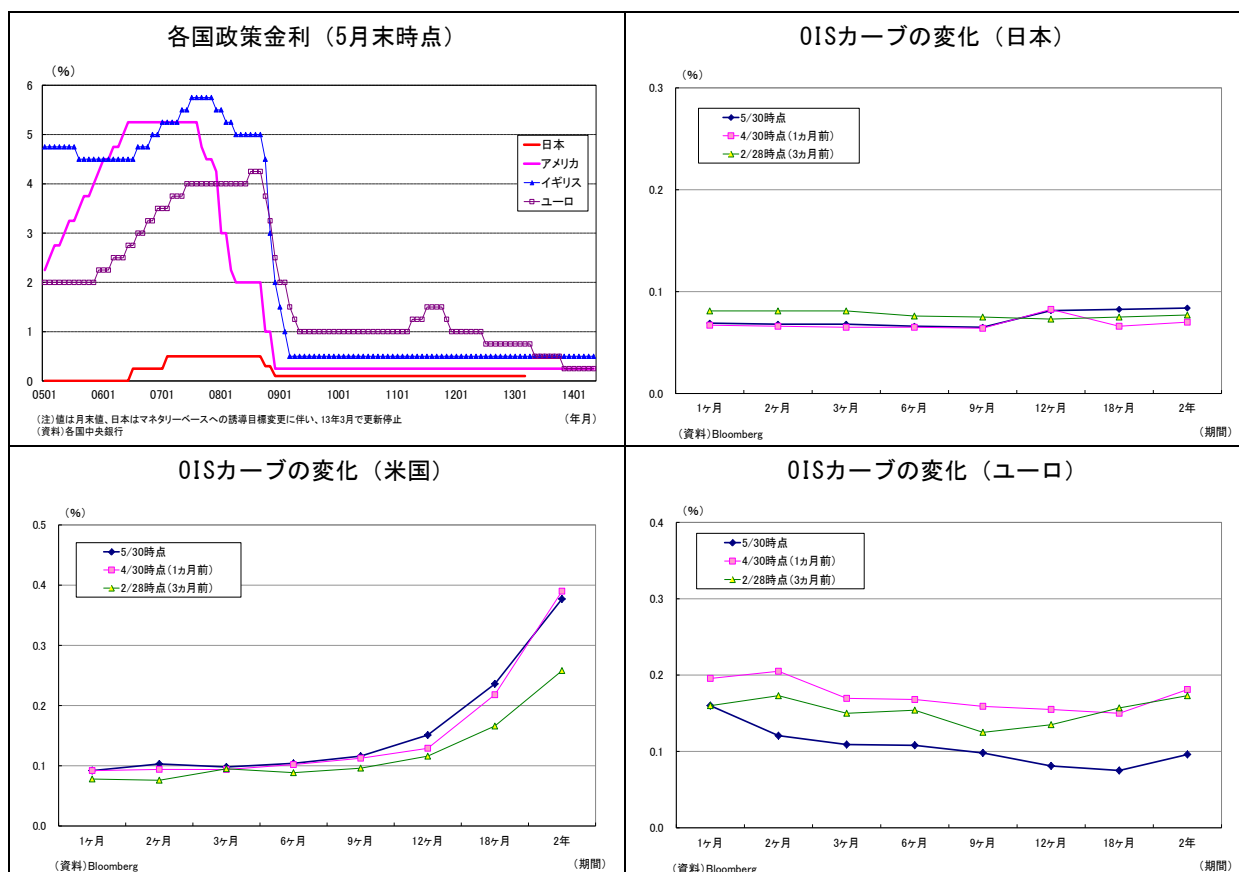
また、総裁は「低インフレと依然低い経済活動という状況において、ユーロ高は理事会にとって深刻な懸念」と指摘、低インフレや低成長に拍車をかけかねない通貨高を強く牽制した。

これまでユーロ高が進むにつれて、総裁を含むECB当局者による口先介入が頻繁に見られたが、大した効果はなかった。今回、このタイミングで追加緩和を示唆したことは、ユーロ高を牽制する意味合いが大きかったと考えられる。

その後、6月に入り5日に開催された定例理事会において、ECBは追加緩和を決定した。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利を0.1%引き下げ0.15%に、下限金利である預金ファシリ

ティ金利（金融機関が ECB に資金を預ける際の金利）も 0.1%引き下げ、▲0.1%とし、マイナス金利を導入した。ECB はさらに、金融機関向けの長期資金供給と SMP（証券市場プログラム）での不胎化オペ停止を決定。ABS（資産担保証券）買入れ準備の開始も発表した。

市場の期待に応える意味もあり、様々な緩和策の併せ技となったが、ドラギ総裁会見では、さらなる追加緩和についても含みを持たせた。



政策金利<sup>3</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 5 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。米国も 2 年あたりまでは大きな動きはみられないが、(図にはない)より長期のゾーンでは下方シフトが見られる(5 年の場合、4 月末 1.564%→5 月末 1.429%)。このことは、将来の利上げペースが鈍化するとの見通しを反映している可能性が高い。また、ユーロ圏の利回り曲線については、全体的に大幅な下方シフトが見られる。市場において 5 月中に早期追加緩和観測が急速に高まったことが確認できる。

### 3. 金融市場(5月)の動き：円高ドル安、ユーロ急落、長期金利も低下

#### (10年国債利回り)

**5月の動き** 月初0.6%台前半からスタートし、月末は0.5%台後半に。

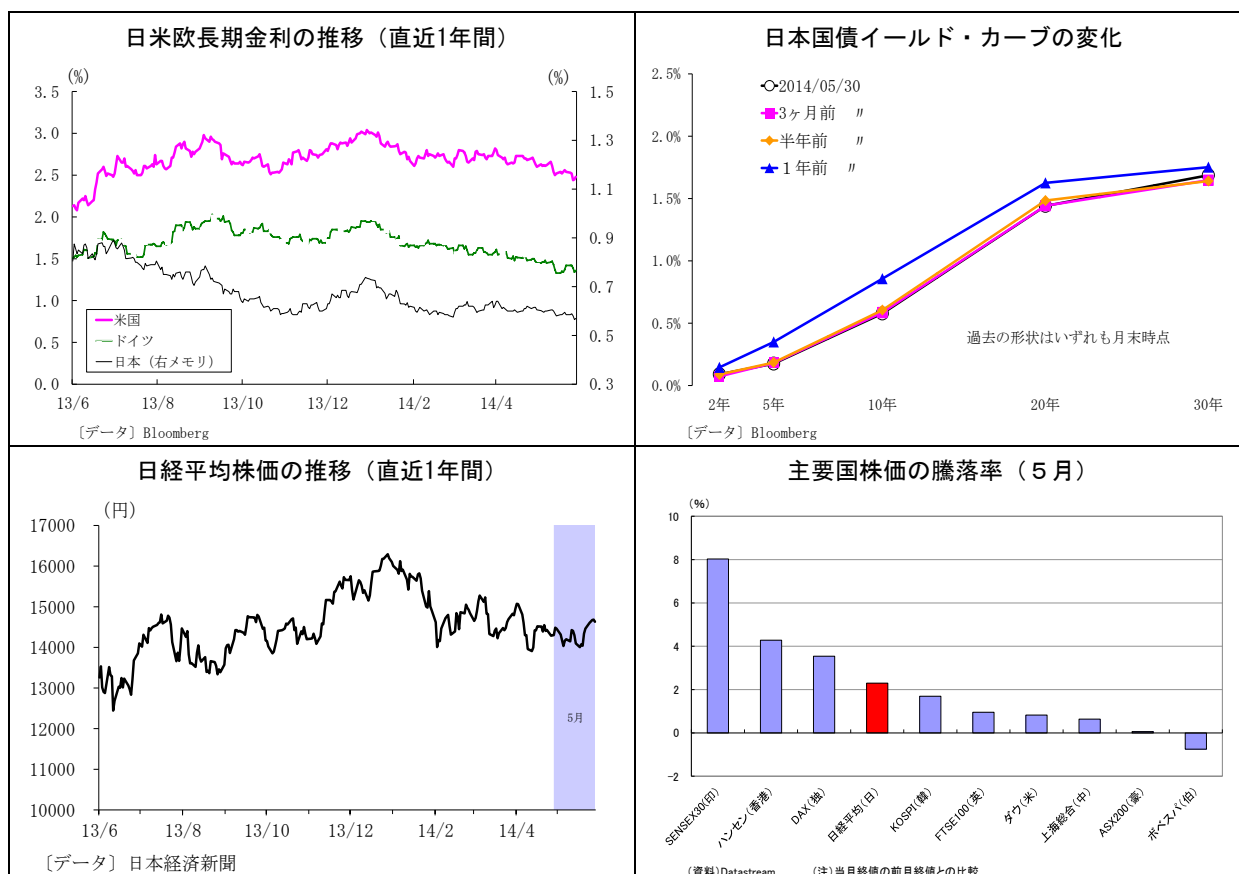
月初、米長期金利の低下を受けて水準をやや切り下げ、0.6%付近へ。しばらく同水準での極め

<sup>3</sup> 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。

て膠着した推移が続く。その後、米長期金利がさらに低下したことを受けて0.6%ラインを割り込む。その後も0.6%を若干下回る水準での推移が続いたが、月末にかけてもう一段の米金利低下や入札での良好な需給を受けてやや低下し、月末は0.5%台後半で着地。

### 当面の予想

足元は0.6%近辺で推移。先月は海外金利低下で0.6%を割り込んだが、小幅に留まったように、依然として膠着感が強い。0.5%台に入ると買い手がいなくなる一方で、日銀の国債買入れが強力に金利の上昇を抑えるため、動きづらい状況が今後も続くだろう。しばらく現状の0.6%前後での膠着した推移を予想する。



### (ドル円レート)

**5月の動き** 月初102円台前半からスタートし、月末は101円台後半に。

月初、102円台前半でスタートしたが、米長期金利の低下やイエレンFRB議長の議会証言への警戒から7日には101円台後半へ。その後、ECBの追加緩和観測に伴う対ユーロでのドル高がドル円に波及する形で12日に102円台を回復したが、米金利低下に歯止めがかからず、15日には再び101円台後半に戻る。以降はじりじりと円高ドル安が進行。日銀決定会合での現状維持(+総裁会見での緩和示唆なし)を受けた21日には101円付近まで円が上昇した。その後は株高を受けた円安で101円台後半に戻したが、反発力は限られ、月末も102円を割りこむ水準で着地した。

### 当面の予想

足元はドルがやや上昇し102円台前半になっている。消費税増税の影響への警戒はだいぶ和らぎ、ウクライナ情勢でも落としどころを探る動きが目立ってきているため、円高圧力としてのリスク回避姿勢は後退に向かいやすい。また、米景気回復を背景とした米長期金利の緩やかな回復も期待されることから、当面ドル円の強含みを予想する。ただし、本日発表の5月米雇用統計には注意し

たい。4月分では予想を上回る雇用増であったが、ドルは結局下落した。最近では雇用の量だけでなく質も重視される傾向が強くなり、量・質ともに改善が示される場合以外はドル安反応が起こる可能性がある。

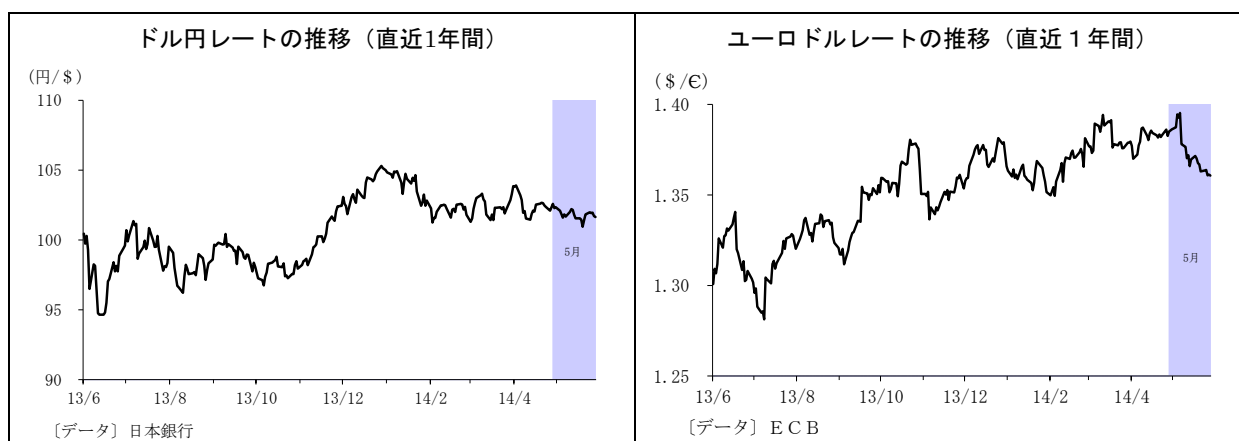
### (ユーロドルレート)

**5月の動き** 月初1.38ドル台後半からスタートし、月末は1.36ドル台前半に。

月初1.38ドル台後半で推移した後、ユーロ圏の好調な経済指標を受けて1.39ドル台に上昇。しかし、8日のECB理事会後の総裁会見で早期の追加緩和が強く示唆されたことを受けて一転急落、9日には1.37ドル台後半となる。その後、独連銀の追加緩和に前向きな姿勢が伝えられた13日には1.37ドル近辺へとさらに水準を切り下げ、以後しばらく1.37ドルを挟んだ展開が継続。月末にかけては低調な域内経済指標などを受けてもう一段下落し、月末は1.36ドル台前半となった。

### 当面の予想

昨日の追加緩和を受けてユーロドルは1.36ドル台半ばへとやや上昇している。失望する内容ではなかったと思われるが、イベント通過に伴う買い戻しが優勢になっている模様。当面は欧米の金融政策の方向性の違いを意識したユーロ安圧力とともに、ユーロ側の材料出尽くし感に伴うユーロ高圧力の発生も予想される。ECBが大規模な量的緩和に踏み切ればユーロ安圧力となるが、そのハードルは依然として高い。当面ユーロドルは横ばい圏内の動きを予想する。



### 金利・為替予測表 (2014年6月6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	2.6	3.0	3.1	3.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.25	0.15	0.15	0.15	0.15
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.7	1.4	1.5	1.6	1.7
ドル円	(平均)	103	102	104	106	107
ユーロドル	(平均)	1.37	1.37	1.36	1.35	1.34
ユーロ円	(平均)	141	140	141	143	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。