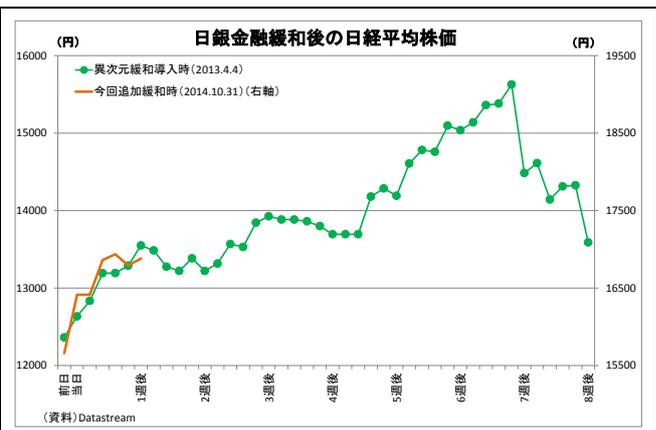
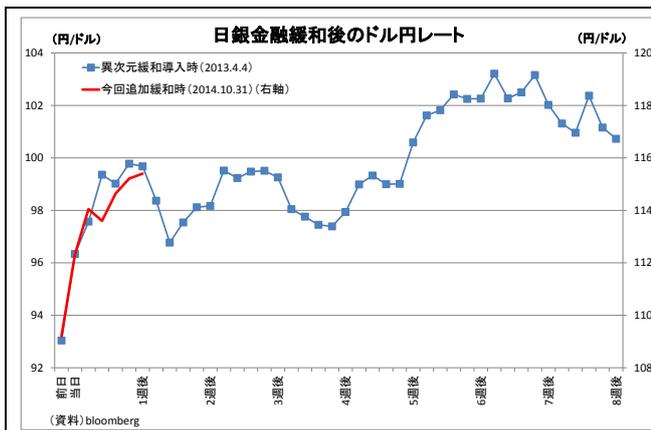


Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(11月号) ～追加緩和のインパクトと過熱感の力比べに

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)** 今回の追加緩和は衝撃的なものであった。これまでの市場の反応は、昨年の異次元緩和後に匹敵するレベルになっている。緩和の規模や質では異次元緩和のインパクトに及ばないが、時期のサプライズ感は異次元緩和以上であったうえ、タイミングも絶妙であったことで円安・株高圧力が増幅された。今後も中期的なトレンドとして円安ドル高、株価上昇が続く蓋然性が大きく高まったと言えるだろう。追加緩和で日米の金融政策の方向性の違いがさらに鮮明化したほか、マネーフローの面でも日銀と GPIF の株買い増しが株価上昇とリスクオンの円売りを誘発、GPIF の外国証券買い増しが追加の円売りフローを生むためだ。一方、難しいのが当面の見通しだ。最近の円売りには強い勢いを感じるが、過熱感も相当溜まっているとみられるためだ。25 日移動平均との乖離率を見ると、株・ドル円ともに近年で最大レベルに達しており、利益確定に伴う調整が入る可能性がかなり高まっていると見られる。当面、材料として注目されるのは、やはり米経済指標になる。現在、堅調な米景気が来年の利上げ観測と米株価上昇を促し、ドル高地合いを支えている。この先も現在の勢いを維持できるかが焦点になる。また、ドル高が最近さらに進行しているため、ドル高けん制の動きには注意が必要だ。
2. **(日銀金融政策)** 日銀は 10 月末の金融政策決定会合で追加緩和を決定した。同日発表の展望レポートでは 14 年度の成長率を大きく下方修正したほか、コア CPI 上昇率（消費税の影響除き）についても 14・15 年度をやや下方修正した。
3. **(金融市場の動き)** 10 月は円安ドル高、ユーロドルは低下、長期金利も低下した。ドル円の目先の方向性はやはり本日の米雇用統計で決まるが、ドル高に振れたとしても、過熱感が一層強まるため、近いうちに一旦は円高方向への調整が必要と見ている。



1. 為替・株：追加緩和のインパクトと過熱感の力比べに

10 月末の日銀追加緩和決定¹を受けて、金融市場では急激な円安ドル高と株価の上昇が続いている。追加緩和決定から 1 週間の相場を振り返り、今後の展望について考える。

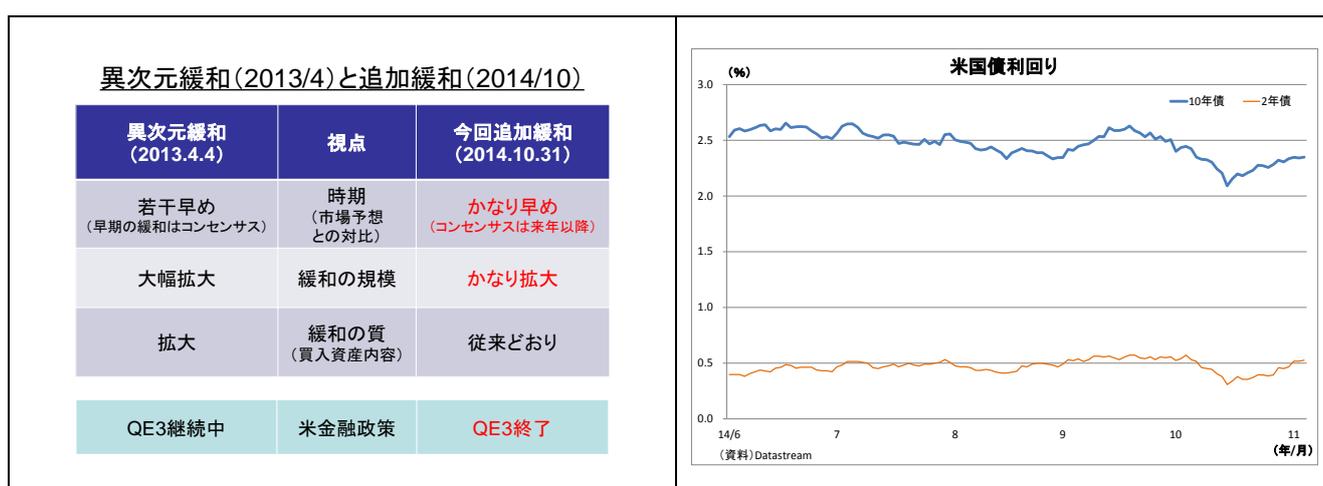
(異次元緩和との比較)

今回の追加緩和は“黒田バズーカ第 2 弾”と言われるほど、衝撃的なものであった。“黒田バズーカ第 1 弾”にあたる昨年 4 月 4 日の「質的・量的金融緩和」（以下、異次元緩和）導入の後に急激な円安ドル高、株価上昇が起きたことは記憶に新しいが、今回の追加緩和後の市場の反応も、これまでのところ、それに匹敵するレベルだ（表紙図表参照）。今回、緩和前日を基点とすると、ドル円は緩和当日も含め 5 日間で 6.0 円の上昇、日経平均株価は 1134 円の上昇となったが、異次元緩和後は、それぞれ 6.7 円の上昇、927 円の上昇であった。

つまり、今回の追加緩和は市場では異次元緩和並みのインパクトで受け止められていることになるが、何が効いたのだろうか。

異次元緩和(2013.4.4)と今回の追加緩和(2014.10.31)を比較した場合、異次元緩和では緩和の質（買入れ資産のメニュー）が大きく拡大（リスク性資産買入れなど）したが、今回は従来どおりであった。緩和の規模（買入れ額の増加）についても、今回かなり拡大（マネタリーベース増加ペースを 10~20 兆円拡大）したとはいえ、異次元緩和ほどではない。

一方で、時期のサプライズ感は前回以上であった。異次元緩和導入に際しては、黒田新体制が発足したばかりであったことや同月 26 日にもう一度会合が予定されていたことから、一部で見送りとの見方があったとはいえ、早期の緩和は既定路線と見られていた。一方、今回の追加緩和は市場の大方の予想よりもかなり早く、市場の意表を付いた。また、タイミングも絶妙であった。直前に FRB が量的緩和終了を決定していたため、日米の金融政策の方向性の違いが際立ったうえ、同日に国の年金運用を担う GPIF の株・外国証券比率引き上げが発表されたこともあり、円安・株高圧力が増幅された。

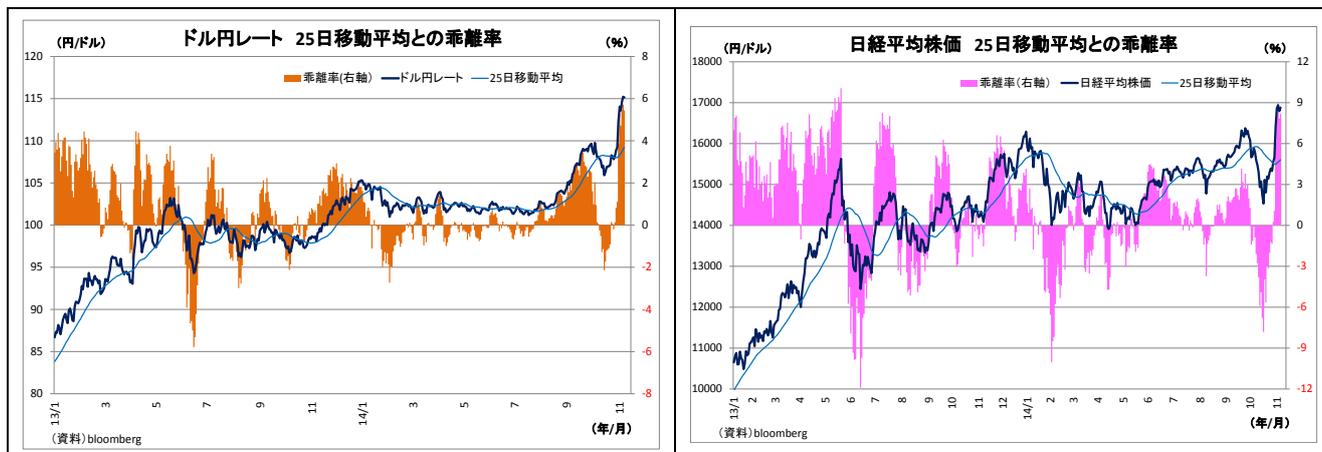


(今後の展望)

今回の追加緩和等によって、今後も中期的なトレンドとして円安ドル高、株価上昇が続く蓋然性が大きく高まったと言えるだろう。追加緩和によって、日米の金融政策の方向性の違いがさらに鮮明化し、

¹ 内容は P4 参照

円安ドル高シナリオがより強固になり、株価の追い風になる。また、マネーフローの面でも日銀と GPIF の株買い増しが株価の上昇とリスクオンの円売りを誘発するうえ、GPIF の外国証券買い増しが追加的な円売りフローを生む。この思惑が市場参加者の心理に働きかける効果もある。

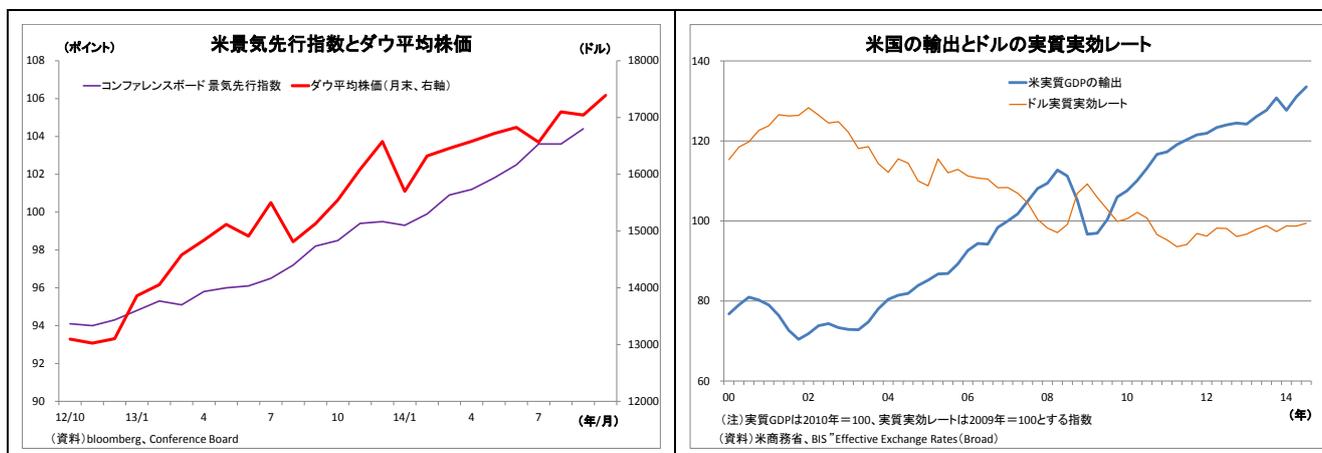


一方、難しいのが当面の見通しだ。最近の円売り・株買いには強い勢を感じる一方で、相場の過熱感も相当溜まっているとみられるためだ。25日移動平均との乖離率を見ると、直近でドル円は上方に5%強、日経平均株価は上方に8%強も乖離しており、近年ではともに最大レベルに達している。異次元緩和後の円安進行においても、たびたび円高・株安方向への調整局面が発生した。現在も、利益確定に伴う一時的な調整が入る可能性がかなり高まっていると見られる。

(当面の焦点)

当面、材料として注目されるのは、やはり米経済指標だ。日本では、追加緩和と GPIF のポートフォリオ発表という2つの大きなイベントを通過したため、材料に出尽くし感がある。その分、市場ではアメリカ経済の重要性が強まる。

現在の米経済は堅調な回復を続け、先行きにも明るさが見える。これが来年の利上げ観測と米株価上昇を促し、ドル高地合いを支えている。今後米景気が大崩れとなる可能性は低いが、本日の雇用統計をはじめ、この先も現在の勢いを継続できるかが円相場と株式市場の焦点になる。



また、これに関連して、米景気に対するドル高の影響はやや気になるところだ。既に9月FOMC議事録で明らかになっているように、FRB内部では、ドル高への懸念が表明されている。実際、米国の実

質 GDP における輸出の動きとドルの実質実効レート²の間には逆相関関係が観察される。9 月以降はドル高基調がますます強まっているため、円安ドル高の逆風と成り得る米国サイドからのドル高けん制が強まる可能性には注意が必要だ。

2. 日銀金融政策(10 月) : 10 月末に追加緩和を決定

(日銀) 追加緩和

日銀は 10 月 6~7 日にかけて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、長期国債・ETF 等の資産買入れを継続する。

声明文における景気判断は、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている」と生産の弱さへの言及(下線部)を追加したが、回復基調との判断は維持した。

個別項目では、鉱工業生産について、「このところ弱めの動き」とし、前回の「基調として緩やかな増加を続けているが、足元では弱めの動き」から下方修正。また個人消費における駆け込み需要の反動の影響についても、「ばらつきを伴いつつも全体として和らいでいる」と、前回の「徐々に和らぎつつある」からややトーンダウンさせた。このところ、全体的に部分的な下方修正が続いているが、回復基調の旗は降ろしていない。

なお、先行きについては、「緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいく」とし、前回の表現をそのまま踏襲している。

その後、10 月 31 日に開催された決定会合で、日銀は追加緩和を決定した。内容は以下の通りで、長期国債ならびにリスク性資産の買入れ額を大幅に増額した。

- ・マネタリーベースの拡大(年間約 60~70 兆円増ペース→約 80 兆円増ペースへ)
- ・長期国債買入れ拡大(年間約 50 兆円増ペース→約 80 兆円増ペースへ)
- ・長期国債の平均残存年限の長期化(7 年程度→7~10 年程度へ)
- ・ETF および J-REIT の買入れ拡大(各年間約 1 兆円・300 億円増ペース→約 3 兆円・900 億円増ペースへ)

今回の表決は、賛成 5、反対 4 と大きく割れており、薄氷の決定であった。声明文では、先行きの景気回復シナリオは維持したものの、「需要面での弱めの動き」や「原油価格の大幅な下落」が物価の下押し要因として作用し、デフレマインドの転換が遅延するリスクが生じたため、こうしたリスクを未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持することを追加緩和の理由として挙げている。

会合後の総裁会見にて、黒田総裁は上記の決定理由を幾度も繰り返し、「今回の措置はデフレ脱却に向けた日本銀行のゆるぎない決意を改めて表明するもの」と位置づけた。また、様々なリスクが出てきたので対応したということで「戦力の逐次投入には全く当たらない」ともしている(そもそも逐次投入の定義自体が曖昧だが)。

政府が 12 月に判断する消費税率の追加引き上げへの援護射撃の意味合いや、GPIF の債券売却の

² 2 国間為替レートに物価変動の影響を加味した上で、複数の為替レートを貿易ウェイトで加重平均したもの

肩代わりの意味合いはないのかとの質問に対しては、これを完全に否定。円安の影響については、「ファンダメンタルズに沿った形で為替レートが動くこと自体は大きなマイナスにならない」と述べ、足元は円安による輸入物価上昇が商品市況の下落によってかなり相殺されていると付け加えた。

なお、同日に発表された展望レポートでは14年度の成長率を大きく下方修正したほか、コアCPI上昇率（消費税の影響除き）についても14・15年度をやや下方修正した。結果、15年度のコアCPI上昇率は1.7%と2%からやや乖離したが、総裁会見では、「主として国際商品下落によるもので、年度後半に剥落」、「十分この1.7%という見通しの中央値のもとでも、15年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」と説明している。

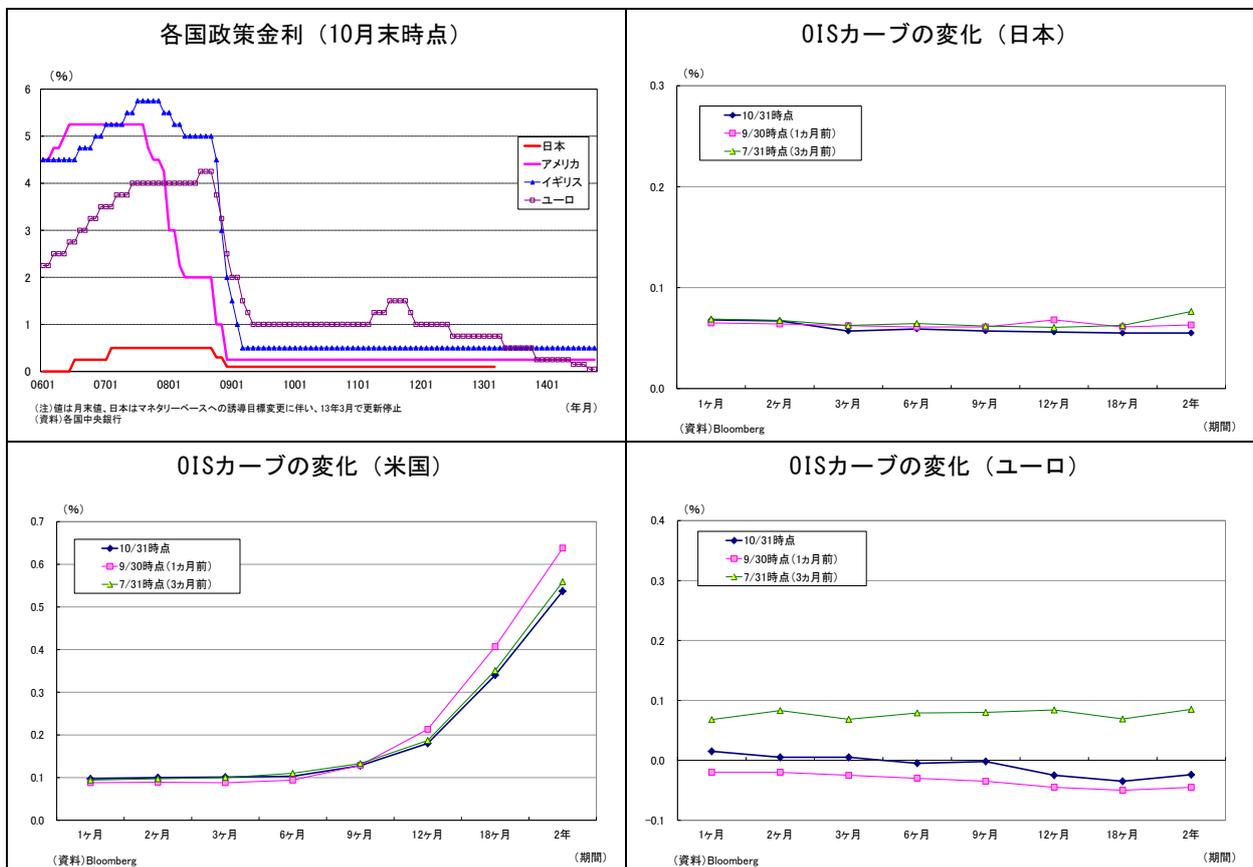
**展望レポート(14年10月)
政策委員の大勢見通し(中央値)**

		実質GDP (前年比)	コアCPI (前年比)
14年度	今回	0.5%	1.2%
	前回	1.0%	1.3%
15年度	今回	1.5%	1.7%
	前回	1.5%	1.9%
16年度	今回	1.2%	2.1%
	前回	1.3%	2.1%

(注) 前は14年7月時点の見通し、
コアCPIは消費税の影響除き
(資料) 日本銀行

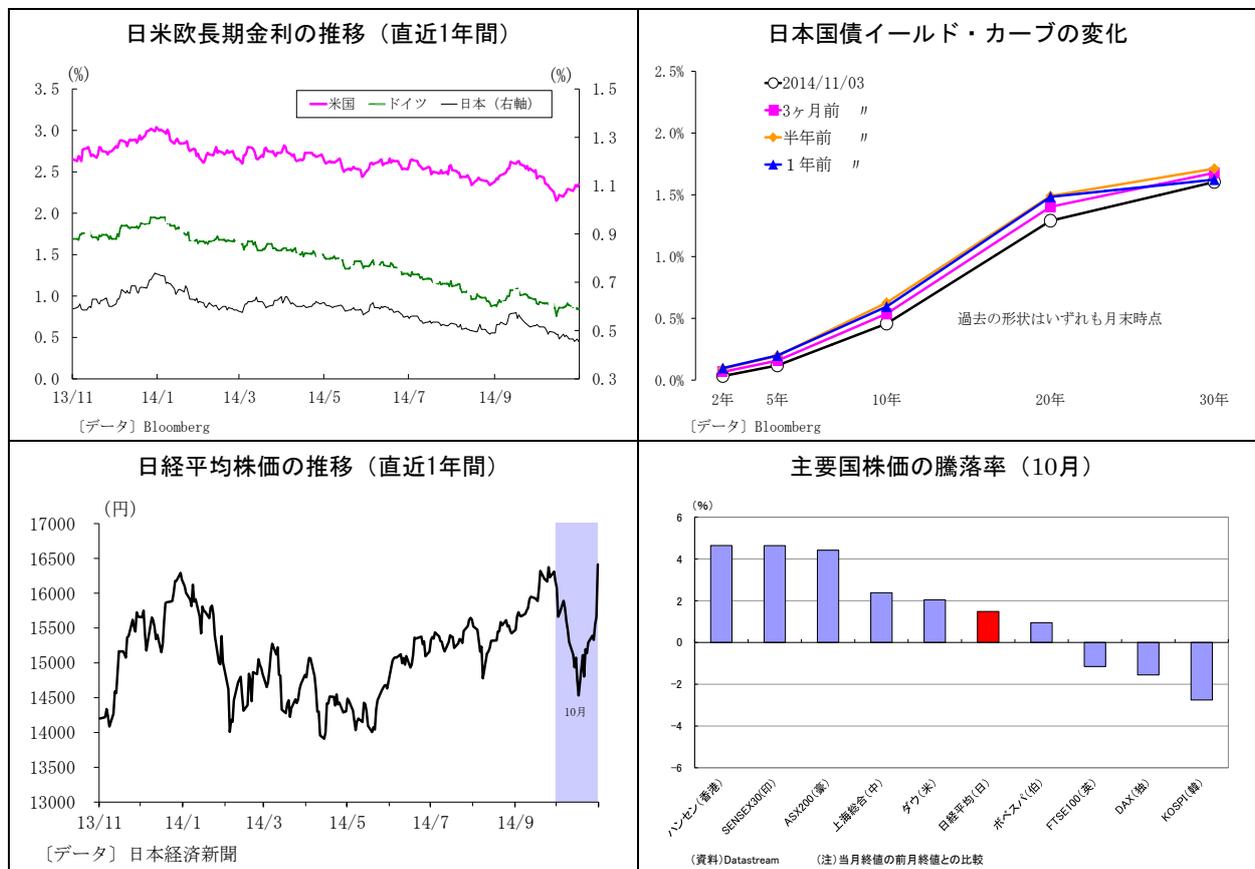
市場の大方の予想では、今回は現状維持であったため、追加緩和を受けて大幅な円安・株高が進むことになった。日銀としてみれば、市場の期待に先んじることで、ポジティブ・サプライズの演出に成功した形だが、会合の数日前まで公の場で強気のスタンスを維持し、緩和を匂わせることも無かっただけに、サプライズ優先の姿勢が鮮明になった。また、今回、日銀内で意見の相違が顕著に現れたため、日銀の今後の動きを予想するのは難しくなった感がある。

なお、今回の追加緩和を踏まえても、2%の物価目標達成へのハードルが高いという点は、従来から変わらない。黒田総裁は今後とも必要となれば対処する考えを示したが、少なくとも今後数ヶ月は効果を見極める意味で動きそうに無い。



政策金利³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、日本は従来から全く変化がなく、曲線の形状もほぼ水平で 2 年以内の金融引き締め観測は見られない。欧州も全体的に曲線がわずかに上方シフトしたものの前月からあまり変化がなく、2 年以内の引き締め観測は全く見られない。一方、米国については、9 ヶ月超のゾーンで下方シフトがみられ、形状がややフラット化した。ただし、月の間に一旦大きく下方シフトした後、月末にかけてやや持ち直していることから、利上げ早期化観測が後退した後やや回復したことが示唆される。米国のみが右肩上がり形状を維持しており、日欧との違いは明白ながら、ここ数ヶ月は揺れ動く利上げ観測を反映して長期ゾーンが方向感のない動きを見せている。

3. 金融市場(10月)の動き：円安ドル高、ユーロドルは低下、長期金利も低下



(10 年国債利回り)

10月の動き 月初0.5%台前半からスタートし、月末は0.4%台半ばに。

月初、0.5%台前半でスタートした後、世界的な景気下振れリスクを嫌気した株安や短期債でのマイナス金利突入を受けて低下基調となり、9日に0.5%を割り込む。その後も小動きの中で明確な反発機会は訪れず、低下余地を探る展開に。好調な国債入札結果も追い風となって、28日には0.4%台半ば付近へと低下。月末には米長期金利が上昇という上昇材料があったが、日銀の追加緩和による金利押し下げ圧力を受けて、0.4%台半ばで低迷した。

³ 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

追加緩和後に一旦若干低下した後、足元は0.4%台後半で推移。異次元緩和導入後とは異なり、今のところ不安定化はしていない。長期金利は既に歴史的な低水準の推移が続いており、低下余地は限定的とみられる。とはいえ日銀の長期国債買入れ増額と平均残存期間延長の需給面におけるインパクトは大きく、上昇余地も極めて限られるだろう。従来と比べても上昇しづらくなった。当面、長期金利は横ばい圏内の動きを予想する。

(ドル円レート)

10月の動き 月初109円台後半からスタートし、月末は110円突破。

月初に一時110円台を付けた後、世界経済への懸念から株価が下落、安全通貨とされる円の買い戻しが入り、3日には108円台後半に。好調な米雇用統計を受けて一旦持ち直したものの、安倍首相による円安デメリット言及やFOMC議事録でのドル高懸念を受けて、10日には107円台に突入。さらにリスクオフ地合いが強まるなかで16日には106円まで円高が進行。しかし、その後は米経済指標の改善などから円が下落に転じ、20日は107円台を回復。さらに欧中景況感回復を受けた24日には108円台を回復した。月末はFOMC後に米利上げ観測が強まったうえ、日銀の追加緩和やGPIFのポートフォリオ変更発表を受けて円が急落し、110円を突破した。

当面の予想

今月に入っても円安基調が続き、足元は115円台前半にある。安定感のない地合いが続いているが、目先の方向性はやはり本日発表の米雇用統計で決まる。市場予想の23.5万人増(Bloomberg)並みか、それを上回る数値が出れば、ドルがさらに上値を試す展開に、逆に予想を下回れば一旦はドル安で反応する可能性が高い。ただし、ドル高に振れたとしても、円安ドル高の過熱感が一層強まることになるため、近いうちに一旦円高方向への調整が必要になると見ている。

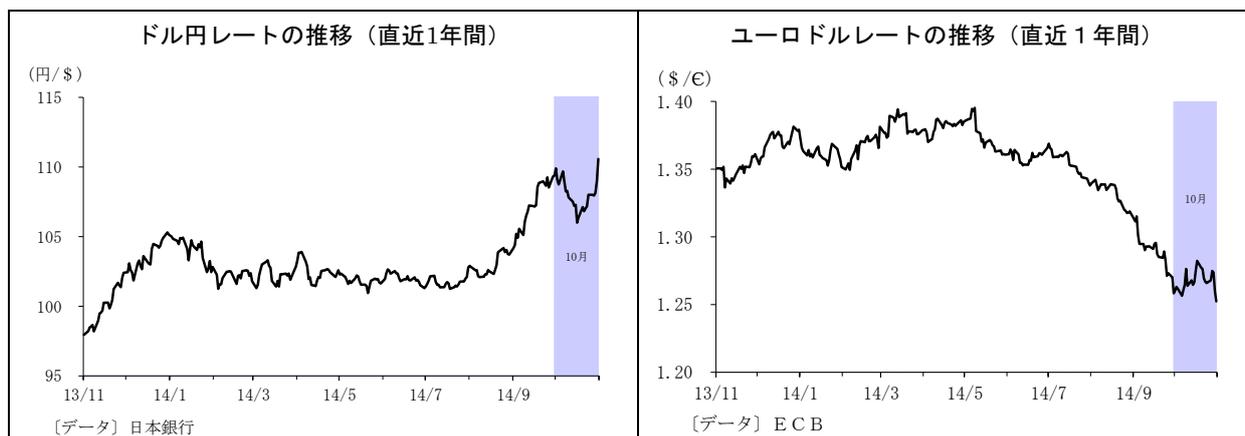
(ユーロドルレート)

10月の動き 月初1.26ドルからスタートし、月末は1.25ドル台前半に。

月初は1.26ドルを挟んだ一進一退の推移となったが、FOMC議事録を受けた米利上げ観測の後退で9日には一旦1.27ドル台を回復。その後再び1.26ドル台での推移が続いたが、冴えない米経済指標を受けて15日からドル安圧力が強まり、17日には1.28ドル前半までユーロが上昇。しかし、その後はECBの社債買入れ検討報道や米経済指標の改善等を受けてユーロが軟調となり、27日には1.26ドル台半ばへ。月末はFOMC後に米利上げ観測が強まったことや好調な米GDP統計を受けて、1.25ドル台前半で着地した。

当面の予想

昨日のECB理事会後の記者会見において、ドラギ総裁が追加緩和に前向きな姿勢を見せたことを受けて、足元は1.23ドル台後半まで下落している。目先はドル円同様、本日の米雇用統計次第だが、いずれにせよ、米欧の景気回復力の格差や金融政策の方向性の違いは明確であり、今後もユーロへの下押し圧力が強い状況が続く。市場が期待するECBの国債買入れまではまだハードルが残っており、しばらくECB要人の発言などに一喜一憂する展開になりそうだ。



金利・為替予測表 (2014年11月7日現在)

		2014年		2015年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50
	10年金利 (平均)	2.5	2.6	2.8	3.2	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.1	0.8	1.0	1.1	1.2
ドル円	(平均)	104	113	114	115	116
ユーロドル	(平均)	1.33	1.25	1.24	1.24	1.23
ユーロ円	(平均)	138	141	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。