

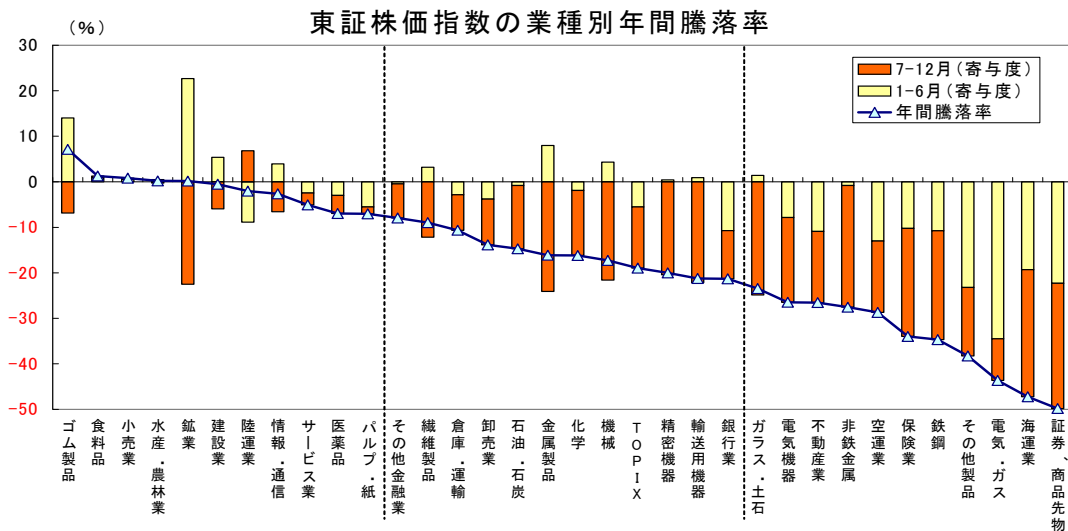
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(1月号)

～今年の株式相場を2009年の株価反発から占う

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (昨年の株価は2割下落) 日本株は割安感があると言われ続けながら、結局昨年は2割弱の下落で終わった。今年の相場が反発するかを考える上では09年の大幅反発が参考になる。当時は世界的な実体経済の回復と金融不安の払拭、米金融緩和が揃って上昇材料となった。これを2012年に当てはめると厳しい状況が予想される。実体経済では財政政策の余地が小さい中で欧州に加え新興国も減速局面に入っているうえ、欧州金融不安払拭については今後も調整の難航が予想される。このような環境下で大幅な円安による株高も考えにくい。春以降に見込まれる復興需要本格化がプラス材料だが、それ以前に欧州は難局を迎えるだけに、日本株は目先に大きな正念場を迎えることになるだろう。
2. (日米欧金融政策) 12月の金融政策は、日米が維持、ユーロ圏が2ヶ月連続となる利下げ実施となった。各中銀とも下振れリスクに対する強い警戒姿勢を崩しておらず、今後も緩和的スタンスを継続するだろう。なお、FRBは今後の政策金利予想を公表することを決定、1月会合分から実施される見通し。
3. (金融市場の動き) 12月の金融市場では、欧州債務問題に対する警戒感が高まり、長期金利が低下、株価も低迷が続いた。為替ではユーロが下落する中、ともにリスク逃避先通貨の位置付けにある円とドルでは膠着感が強まった。年明け後も欧州不安は根強く、今後もリスク回避色が長引きそうだ。



1. 今年の株式相場を 2009 年の株価反発から占う

日経平均株価が 9000 円を下回って久しい。PBR は 1 倍割れ、すなわち理論上の企業解散価値を株価が下回って推移している。「割安感がある」という認識は市場で共有化されているのだが、目ぼしい買い手を欠いたまま低迷が続いている。

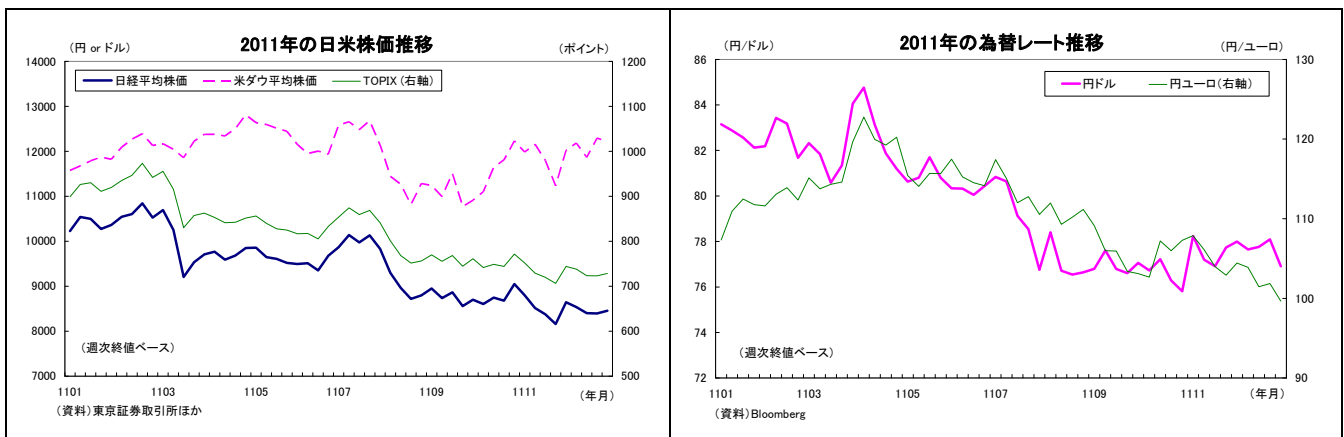
昨年は株価下落が続いた一年であったが、今年の日本株はどうなるのだろうか。「割安」と言われ続けながら低迷・下落するのか、それとも反発に転じるのか、そして反発の条件は何なのだろうか。

(2011 年株価の振り返り)

まず、2011 年の株価を振り返ってみると、年間騰落率は日経平均で▲17.3%、東証株価指数(TOPIX)で▲18.9%とそれぞれ 2 割弱の株安となった。

昨年の市場のメインテーマとしては、上期は「震災の影響とその後の回復」、下期は「米国格下げと欧州債務危機拡大」であった。業種別の騰落率にも、上期には震災復旧やサプライチェーン回復の影響、下期には海外要因による悪影響が色濃く反映されている。年間を通じてみれば、内需関連では横ばいまたは小幅下落に留まる業種が多かった一方で、震災の影響が大きい電力や海外依存度の高い製造業などでは大幅下落となる傾向が強かった。内需株については製造業などからの資金シフトが株価を下支えしたという側面もあると考えられる。

米株価との比較では、ダウ平均の年間騰落率が+5.5%となっており、日本株との較差は大きい。3 月の震災を境に日米較差が広がったのに加え、昨年は為替市場において、円がドルに加えてユーロに対しても大きく上昇し、日本株にとっての大きな抑制要因となった。



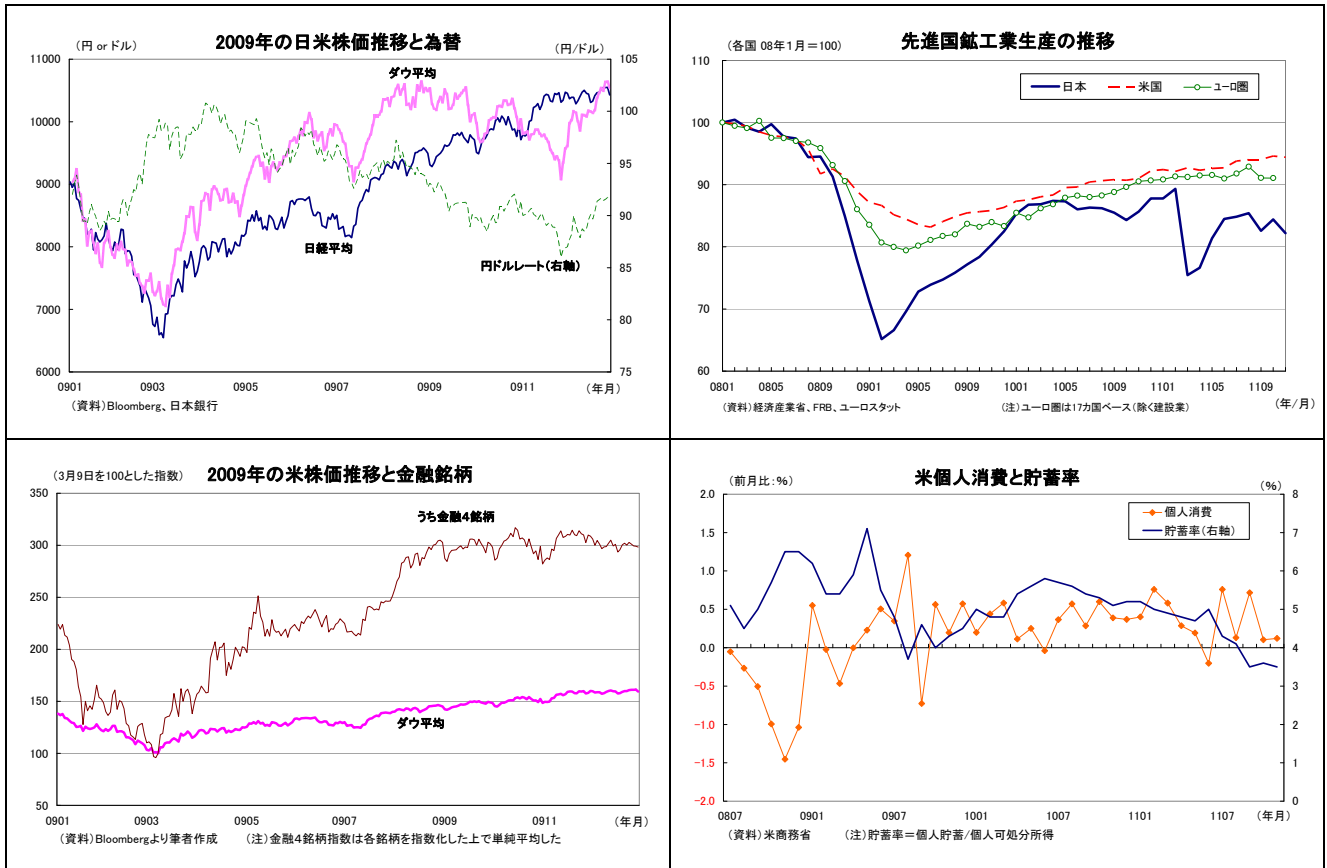
(2009 年大幅反発の理由)

2012 年の相場が反発するか否かを考える上では 2009 年春以降の大幅反発が参考になる。リーマン・ショック後まもない同年の日経平均は 3 月上旬にバブル崩壊後の最安値となる 7054 円を付けた後大きく反発し、その後年末までの上昇率は 49%に達した。

この時期に大きく反発した理由はいくつか考えられる。一つは実体経済の下げ止まりが見えたことだ。主要国による大規模な財政支出などから各国の生産がこの前後に底打ち、持ち直しに転じている。4 兆元の財政政策を打った中国経済が急激に持ち直したことも特筆すべき背景である。二つ目は金融不安の払拭だ。サブプライム問題に直面していた米金融機関に対し、米政府は度重なる資本注入に加えて 3 月に最大 1 兆ドルの不良債権買い取り策を打ち出し、金融不安を払拭した。米金融株はその後大幅に反発

し、ダウ平均の上昇を牽引、米株高が日本株にも波及した。さらに、この時期実施された FRB による量的緩和第 1 弾(QE1 : 09 年 3 月～10 年 3 月)も米株高に寄与したと考えられる。

09 年の為替市場は一旦円安ドル高に振れた後、米量的緩和を受けて円高ドル安に転じている。従って、当時は円安が日本株上昇をサポートしたわけではないが、世界的な景気回復に伴う生産量の拡大と金融不安払拭、量的緩和に伴う米株高が、割安感の強かった日本株の大幅上昇に繋がったと言えるだろう。



(2012 年に当てはめるとなかなか厳しい)

このことを 2012 年の日本株に当てはめてみると、実体経済面では、危機の根源欧州に加え、頼みの新興国経済も減速局面に入っている。米国では最近雇用や消費など市場予測を上回る指標が増えているが、米家計の消費は所得増加ではなく貯蓄率低下で賄われているため、今のところ積極的には評価し難い。しかも、先進国は財政懸念、新興国はインフレ懸念から大規模な財政政策は今後も期待できない。

また金融不安払拭についても、リーマン後の米国とは異なり、欧州の意思決定は国家間の調整が必要でスピード感を欠いており、前回不安払拭の切り札となった財政支出は財政不安を高めてしまうというジレンマも抱えている。為替についても、欧米経済の力強い回復が見込めず、各国ともに金融緩和スタンスが続くと考えられるため、大幅な円安による株高シナリオも考えにくい。量的緩和第 3 弾(QE3)に伴う株高は期待されるものの、実施の有無・時期・効果ともに未知数だ。

従って、上記の抑制要因の緩和・解消が反発のカギとなるが、かなり引きずりそうだ。国内要因では春以降に見込まれる復興需要本格化が株価のプラス材料となるものの、それまでに欧州財政懸念国の国債償還ラッシュが控えているうえユーロ圏の一斉格下げも懸念されるため、目先に大きな正念場を迎えることになる。欧州の政策対応次第の面もあるため不確実性は高いが、昨年にも増して厳しい相場展開になる事態も踏まえておくべきだろう。

2. 日米欧金融政策（12月）の動き：日米は維持、欧は利下げ

（日銀）維持

日銀は12月20～21日の決定会合において政策金利の据え置きを決定、55兆円程度としている資産買入等基金の規模にも変更はなかった。

景気の現状判断については2ヶ月連続の下方修正。「海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服している」とし、前回11月会合の「持ち直しの動きが続いているものの…ペースは緩やかになっている」からさらにトーンダウンした。

先行きについても「当面、横ばい圏内の動きとなるとみられる」としたものの、その後は「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」と引き続き回復シナリオ自体は維持。その理由として、新興国・資源国の成長加速と復興需要などを挙げている。

会合後の総裁会見では、従来同様、最大のリスク要因として「欧州ソブリン問題の今後の展開」を挙げ、「欧州危機の対応が遅れれば、世界経済に大きな影響を与える可能性がある」と強い警戒感を示した。さらに、欧州問題が欧州向け輸出の減少や新興国からの資金流出、金融機関によるドル資産圧縮の動きなどを通じてグローバル経済に与える影響を注視していく必要があるとの指摘をしている。

今後も欧州問題が日銀の金融政策決定に大きな影響を与える状況が続きそうだ。

（FRB）維持

12月13日に開催されたFOMCでは、政策金利（FF金利誘導目標）を据え置くとともに、その他政策についても現行の方針を維持した。

声明文では景気判断について、「世界経済の減速にもかかわらず、経済は緩やかに拡大している」とし、前回の「経済成長は幾分強まった」からやや上方修正した。先行きについては従来同様、緩やかなペースでの成長シナリオを維持しつつ、「国際金融市場の緊張が経済見通しに重大な下方リスクをもたらしている」と強い警戒感を示している。

その可能性が長らく市場の注目となっている量的緩和第3弾については、今回も特段の言及はなく、「物価安定のもと、より力強い経済成長を促す手段を採用する用意がある」という従来からの表現を繰り返した。

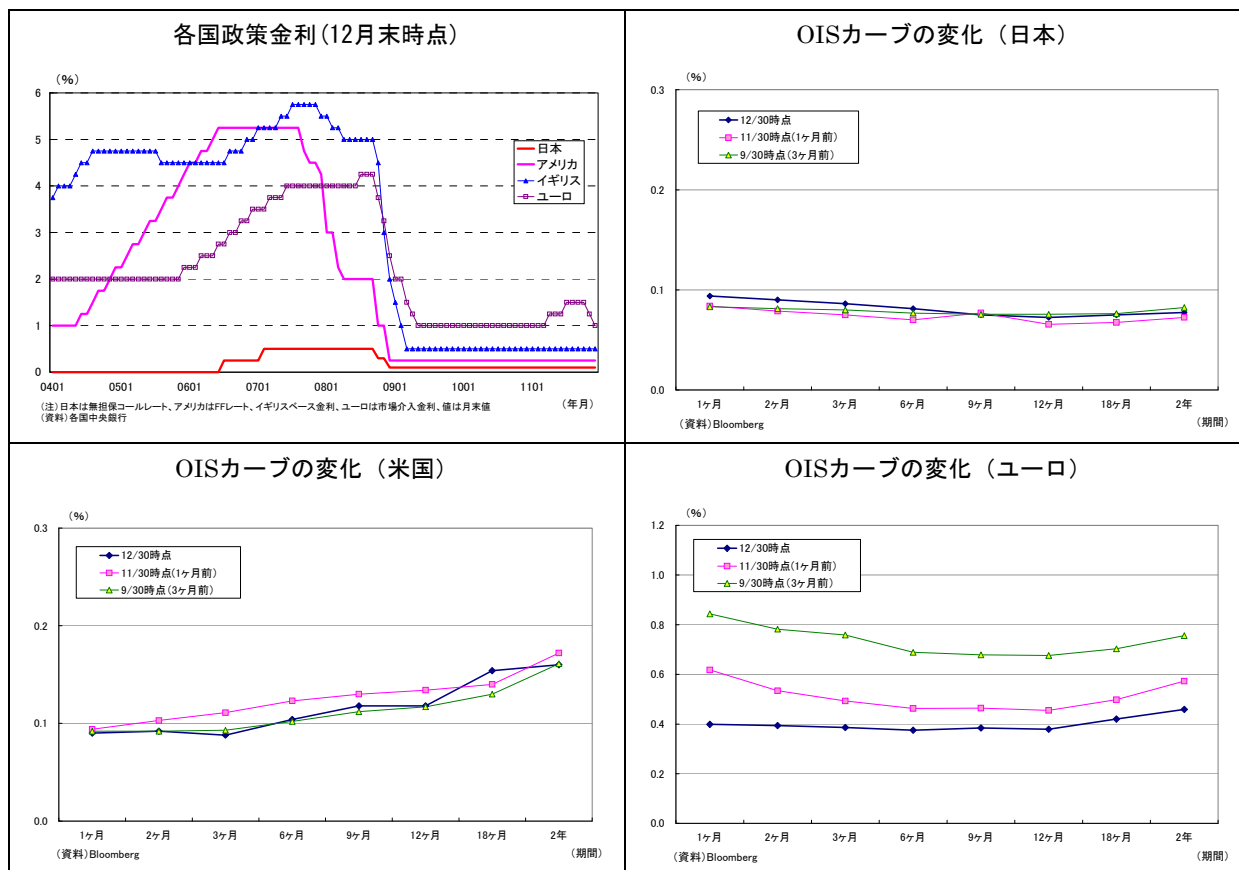
なお、1月3日に公表された12月FOMC議事録により、FRBが従来から検討していた金融政策の透明性向上策として、「今後数年間のFF金利予想」の公表を決定したことが明らかになった。利上げの予想時期と併せて、今月のFOMC（24～25日）分から3ヶ月に1度発表される。金融政策についての理解を深めることで政策効果を高める狙いだが、かえって市場の誤解を招くとの見方もあり、公表手法と表現の巧拙が問われることになりそうだ。

（ECB）利下げ

ECBは12月8日に開催されたECB定例理事会にて、連月となる政策金利の引下げ（1.25%→1.00%）を決定した。今回の追加利下げについては大方の予想通りであった。また、併せて銀行の資金繰り支援のための期間3年金額無制限の資金供給策導入を決定した（その後、21日にオペが実施され、4892億ユーロを供給）。

声明文では、「金融市場の緊張の高まりがユーロ圏の経済活動を抑制しており、見通しは高い不確実性と著しい下方リスクにさらされている」と強いトーンで厳しい経済情勢を指摘。同時に、「このような環境では、コスト、賃金、物価の圧力は緩やかなものに留まる」とし、今回の追加利下げとの整合性を取っている。

なお、ECB による国債買入大幅拡大への期待が事前に高まっていたが、理事会後の総裁記者会見においてドラギ総裁はこれを否定。また、今後の追加利下げに関する質問については、「事前にコミットはしない」と従来の方針を踏襲した。



政策金利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 12 月末時点における利回り曲線を見ると、日米はこの 3 ヶ月間あまり変化がない一方、ユーロについては 11 月・12 月の連続利下げを受けて、カーブが全体的に下方シフトしている。今後 2 年間のカーブの形状は、各国ともにはほぼ水平か、右肩上がりとしても極めて緩やかとなっており、金融緩和の長期化が強く織り込まれている。

3. 金融市場(12月)の動き：長期金利低下、円ドル膠着、ユーロ下落

(10年国債利回り)

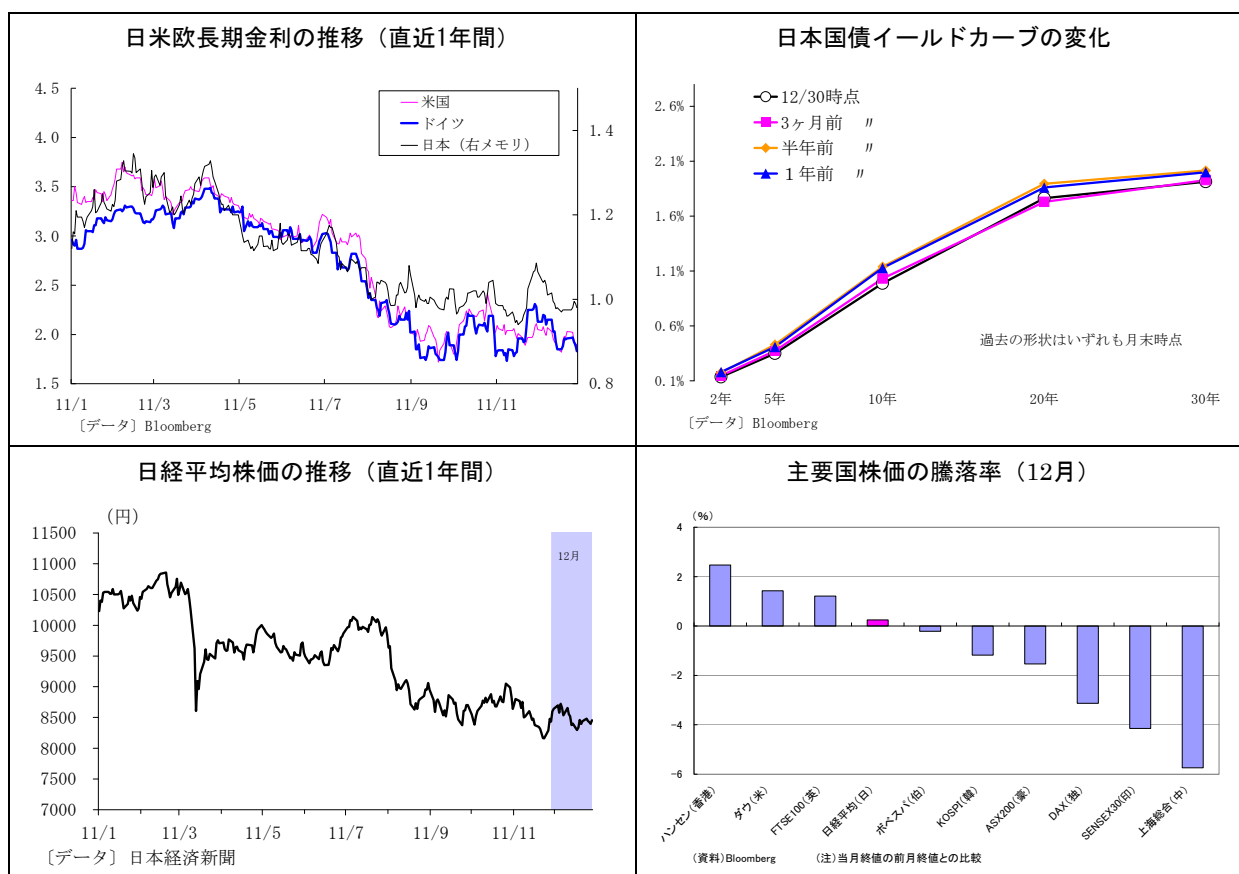
12月の動き 月初1.0%台後半からスタートし、月末0.9%台後半に。

月初、10年債入札が波乱なく通過したことから割安感が意識され金利が低下、5日には1.0%台前半に。その後、ユーロ圏諸国格付けの格下げ方向での見直し発表やECBの国債購入拡大観測否定

などで欧州債務問題への懸念が高まり 9 日には 1.0% 近辺へ。さらに同日閉幕した EU 首脳会議の効果に否定的な見方が強まり、13 日には 1.0% を割り込む。その後も根強い欧州不安を背景に概ね 1% 割れで推移し、月末も 0.9% 台後半に。

当面の予想

欧州不安払拭への道筋は未だ見えず、欧州情勢にらみの展開が続く。欧州での国債入札や格下げの動きなどから基本的に警戒感の強い状況が続き、欧州実体経済悪化が色濃くなることも長期金利低迷に作用する。国内要因では、来年度の国債増発や消費税増税論議などで財政が意識されやすくなり、11 月末のような金利上昇発生もあり得るが、リスクオフ優勢な地合いの中で長続きはしないだろう。当面の予想レンジは 0.9%~1.15%。



(円ドルレート)

12月の動き 月初 77 円台後半からスタートし、月末も 77 円台後半に。

11 月末の主要国中銀によるドル供給拡大を受け月初はややドルが小安くスタートしたが、米雇用統計における失業率改善を受けドルが強含み、5 日には 78 円に戻る。その後、欧州懸念の高まりからユーロが大きく下落する中で、ともにリスク逃避先通貨の位置づけにある円とドルは膠着感を強め、77 円台後半~78 円台前半の狭いレンジ内での安定した推移に。月終盤は材料難もあって小動きが継続、月末は 77 円台後半となる。

当面の予想

足元はやや円が上昇し 77 円前後。今後もユーロが市場の焦点となる中で、ともに受け皿となる円とドルは方向感が出にくい状況が続く。米国経済では雇用や住宅販売など最近底堅さが目立つ指標も増えているものの、手放しで楽観できる状況にはなく、ドルの大幅な反発は期待しにくい。一

方、今後FRBがQE3に踏み出すことになれば再び円高ドル安圧力が高まりやすくなると考えられるため、要人発言などQE3を巡る動向は今後とも円ドルの最大の注目点となる。当面は76円台～78円台前半の推移を予想。

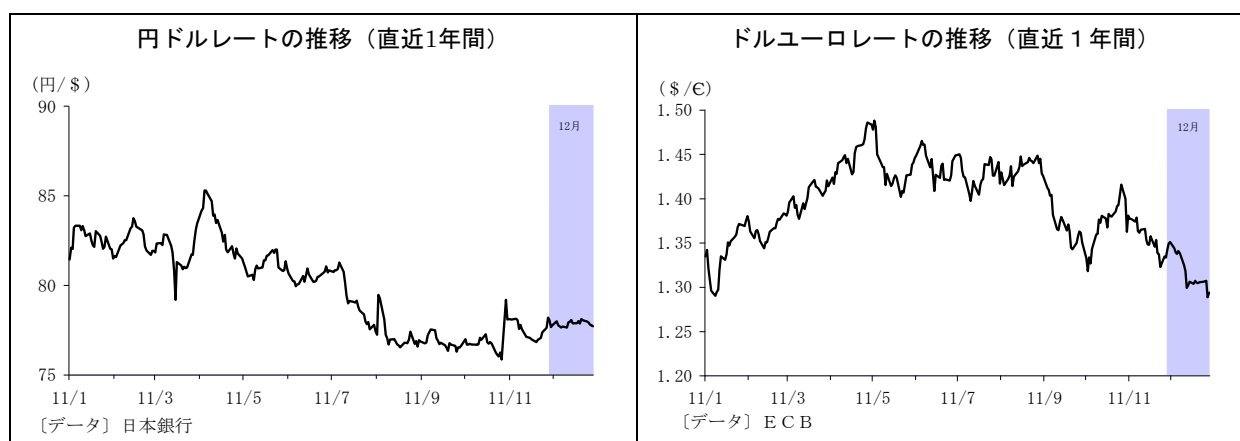
(ドルユーロレート)

12月の動き 月初1.34ドル台後半でスタートし、月末1.29ドル台前半に。

月初1.34～1.35ドル台で推移した後、米格付機関によるユーロ圏諸国格付けの格下げ方向での見直し発表を受けて、6日に1.33ドル台へと下落。その後、EU首脳会議での対応策への評価が「期待外れ」との認識が共有化される中でさらに下落し、14日には1.29台まで落ち込む。その後若干戻したものの特段の政治日程もない中で上値は重く、1.30台での推移が継続。月終盤にはECBの資産規模が過去最大を記録したことが判明したことでユーロが嫌気され、月末には1.29台前半と再び1.30割れに。

当面の予想

足元は1.28ドル前後。EU首脳会議を経て、欧州債務問題解決への期待はますます弱まっており、ユーロ圏の実体経済悪化も含め、ユーロ相場には既にかかなりの悲観が織り込まれているとみる。しかしながら、危機の根源である財政赤字の解決策、資金支援の枠組み、短期的な国債買い支え策などユーロの抱える弱みは枚挙に暇がないのが現状だ。国債の入札不調や金融危機への拡大、格下げなど、何かが発端となってユーロ相場が底割れる可能性は否定できない。



金利・為替予測表(2012年1月6日現在)

		2011年		2012年		
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予想			
日本	コールレート (期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
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)	2.0	2.1	2.3	2.4	2.5
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	10年金利 (ドイツ、平均)	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4
円ドル	(平均)	77	77	79	79	81
ユーロ・ドル	(平均)	1.35	1.30	1.30	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	104	100	103	103	105

(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。