

# Weekly エコノミスト・ レター

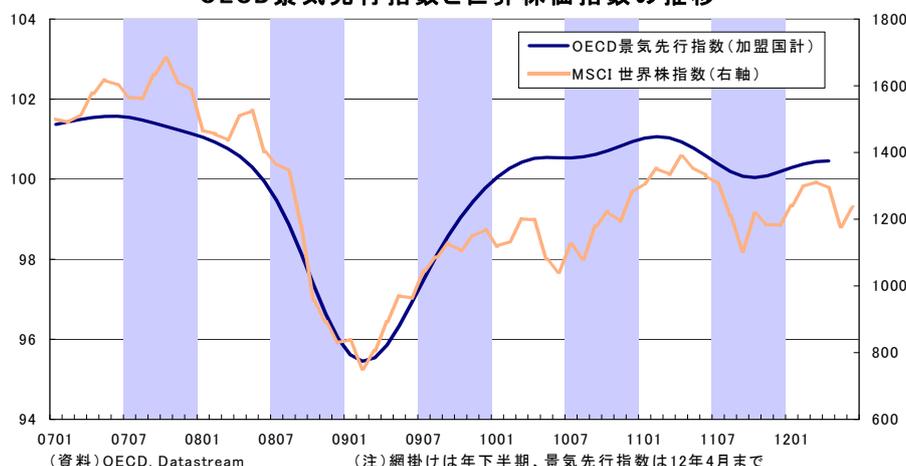
## 金融市場の動き(7月号)

～ 2012 年下期、日本株上昇の条件

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. **(日本株)** 上期を通じてみると 6 月末の日経平均は昨年末に対して 551 円の上昇となった。ただし、上昇幅は 11 年下期の下落分の半分にも満たない。先進国のグローバルな株価動向と比較しても、値動きこそ連動するものの、09 年下期以降続く日本株の出遅れ感は殆ど解消されていない。そして、出遅れの大きな要因となっているのが円高だ。国内要因では今後政策効果が縮小していくことを踏まえると、年下期の日本株の行方は円高と世界株の行方次第の面が強い。その際、円高の本格的な修正は期待薄なので世界株の動向に依存することとなり、米中経済の再加速・底入れが日本株上昇の条件となる。ただし、米国については年末に「財政の崖」問題という難題を抱えながら、QE3 無しで再加速に転じることが出来るかで影響が異なる。QE3 を伴う場合は株高効果を円高ドル安が抑制してしまうだろう。その際は世界株に対しても日本株の出遅れ感が強まる可能性がある。
2. **(日米欧金融政策)** 6 月は FRB がツイスト・オペを延長する一方、日欧は維持となったが、ECB は 7 月に入り追加利下げを実施した。4 月の展望レポート公表時に追加緩和を実施した日銀が 7 月の展望レポート中間見直しで追加緩和に動くか否かが焦点。
3. **(金融市場の動き)** 6 月はギリシャの再選挙や EU 首脳会談での危機対応前進を好感し、株、ユーロに買い戻しが入ったが動きは限定的に。長期金利とドル円は膠着が続いた。リスク・オフ継続の背景にある欧州問題の不透明感と主要国経済の減速については短期間で大きく変わるとは思えず、当面はリスク回避的な地合いを引きずりそうだ。

OECD 景気先行指数と世界株価指数の推移



# 1. 株価：2012年下期、日本株上昇の条件

2012年も半分が経過した。最近の日経平均株価も1万円を大きく割り込む状態が続いているが、上期を通じてみると1～3月の貯金の影響が大きく、6月末の日経平均は昨年末に対して551円の上昇となった。

業種別では金融緩和の恩恵を受けやすい不動産や金融、エコカー補助金や復興需要という政策効果を受けやすい輸送用機器、建設などの伸び率が相対的に高かった。

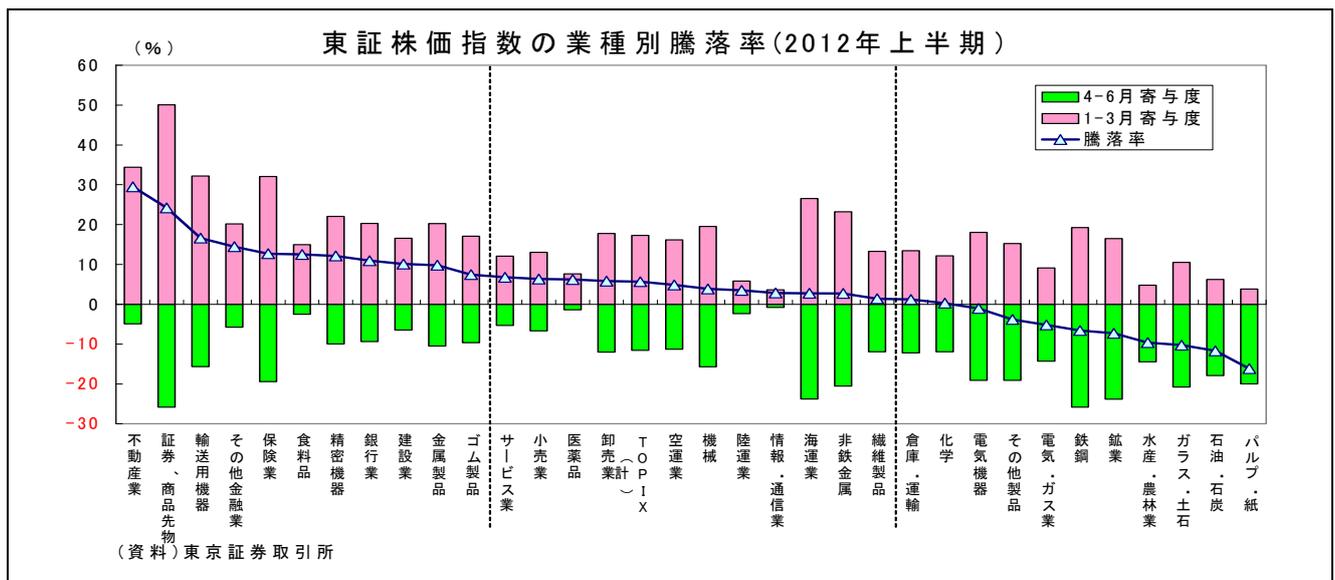
## (上期は小幅に上昇したが、日本株の出遅れ感は解消せず)

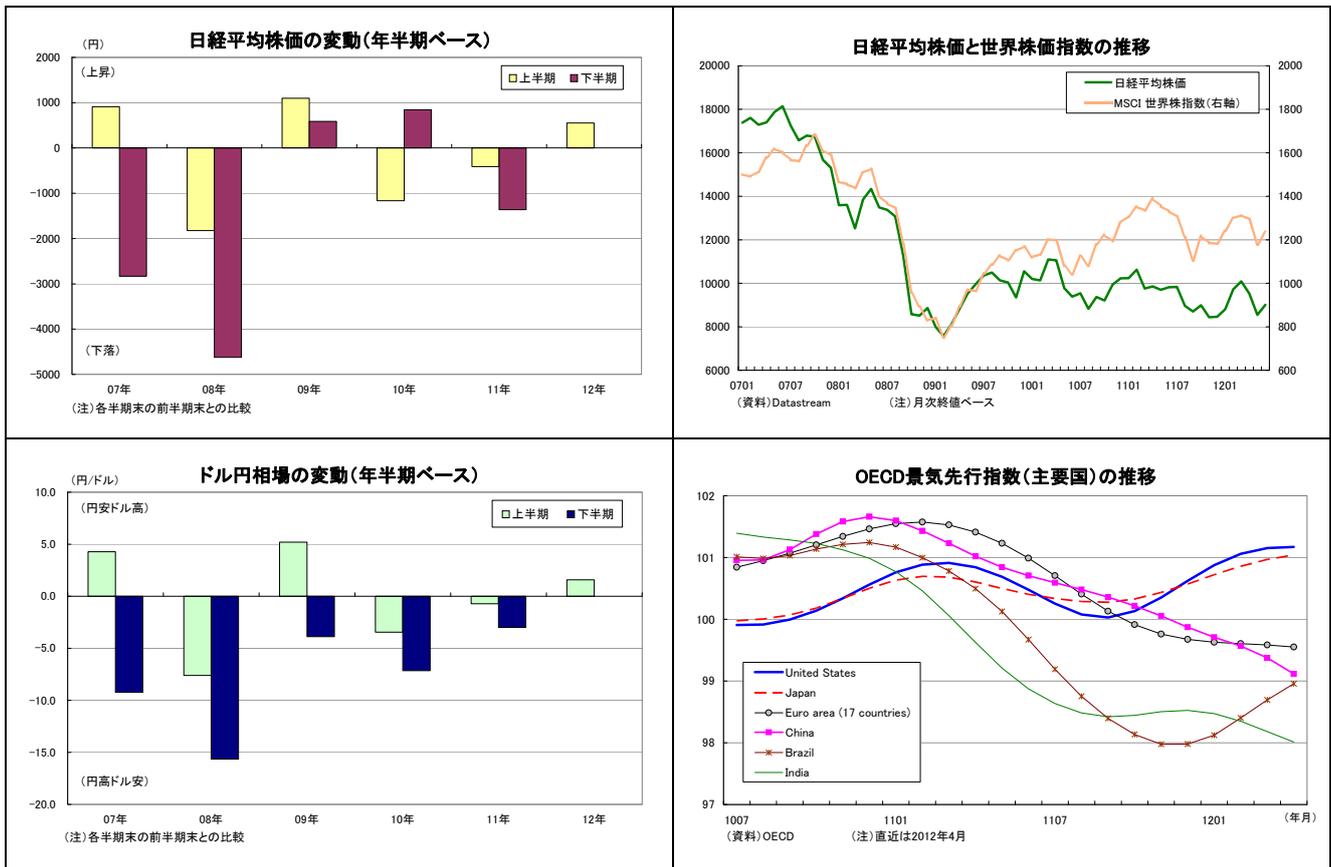
過去からの推移を見ると、年上期において日経平均株価が上昇したのは3年ぶりとなる(2010年上期は1164円の下落、2011年上期は413円の下落)。ただし、その上昇幅は11年下期の下落分(1361円)の半分にも満たないのも事実。先進国のグローバルな株価動向を示す“MSCI world指数”と比較すると、市場のグローバル的な要素を反映して値動きは連動する傾向が強いものの、2009年下期以降続く日本株の出遅れ感は未だ殆ど解消されていない。

そして、この出遅れの大きな要因となっているのが円高だ。日本株が遅れ始めた09年半ば以降、ドル円レートは5半期連続で下落(円高ドル安)を続けてきた。円高は日本経済ならびに輸出型企業の多い企業収益にマイナスの影響を与えやすい。12年上半期はややドルが上昇したが、上昇幅はかなり限定的に留まっている。

国内要因では今後復興需要ならびにエコカー補助金というこれまでの堅調な内需を支えた政策効果が縮小していくことを踏まえると、年下期の日本株の行方は、円高と世界株の行方次第の面が強い。

まず、円高が本格的に修正されるためには米国の利上げ期待の高まりが必要だが、FRBは時間軸政策の中で「少なくとも14年終盤まで超低金利を据え置く」との方針を表明しており、年内に短期化されるとは考えにくい。従って年内に「利上げ期待の高まり→大幅な円高修正」という図式は期待薄だ。





次に、世界株の過去の動向を確認すると、OECDの景気先行指数との高い連動性が確認できる(表紙図表)。ギリシャ問題発覚以降はリスク回避姿勢が強まったため、景気先行指数の水準を下回って推移しているが、株価の動き自体には依然として連動性がみられる。従って、今後の世界株を考える上では、①欧州問題が収束するか、②主要国経済が再加速に転じることが2大テーマとなる。欧州問題については抜本解決には相当の時間がかかるため今後も燻り続け、株価の抑制要因となり続けるのは避けられない。

主要国の各経済について、同じ基準で比較できるOECDの景気先行指数を確認すると、足元(4月まで)ではかなり方向感・水準にバラツキが発生している。米国は少なくとも4月までは改善傾向が続き高い水準にある一方、危機の本丸である欧州や中国ほか新興国は悪化・低迷している。

### (下期、日本株上昇の条件)

欧州経済は債務問題に縛られしばらく低迷が避けられず、中国以外の新興国は単独で世界経済を牽引するには力不足であることを踏まえると、世界株上昇のカギを握るのは米国経済の再加速と中国経済の底入れとなり、これが日本株上昇の条件ともなる。とりわけ米国経済が回復すれば、多少ながら円高是正にも繋がるため、量に加えて採算面でも企業収益上のプラス効果が期待できる。

米国については、足元の経済指標が強弱入り乱れており、年末にも「財政の崖」問題という難題を抱えながら、QE3無しで再加速に転じることが出来るかどうかで日本株への影響が異なる。QE3を伴わない米経済の自律的な回復となればよいが、QE3を伴う場合は株高効果を円高ドル安が抑制してしまうだろう。世界株に対しても出遅れ感が強まる可能性がある。

中国については、6月の家電購入補助制度導入や昨日の2ヵ月連続利下げにも見られるように、景気減速に対して矢継ぎ早の政策対応によって歯止めをかけようとしている。この成否や追加刺激策の有無

が先行きの重要なポイントになる。

## 2. 日米欧金融政策（6月）：米がツイスト・オペを延長、欧は7月に利下げ

### （日銀）維持

6月14～15日に開催された金融政策決定会合において、日銀は現行の金融政策を維持。政策金利を0～0.1%程度に据え置くとともに資産買い入れ基金の規模にも変更は無かった。ギリシャ再選挙の直前ということもあり、今回の緩和見送りは大方の予想通りであった。

声明文では、景気の現状認識を前回の「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」から「復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するも、緩やかに持ち直しつつある」へと上方修正した。先行きについては、従来同様「緩やかな回復経路に復していく」としている。一方、国際金融資本市場については「当面十分注意して見ていく必要がある」と「十分」という文言が付加され、欧州債務問題への懸念を強めた形に。

総裁会見においては、ギリシャの再選挙を直後に控え、欧州情勢への質問が相次いだ。白川総裁は、「金融システムの安定をしっかりと図っていくことが大事であることは中央銀行間の共通認識」と述べ、ギリシャ再選挙を受けて金融市場が緊張する際には、「しっかり流動性を供給して不安を鎮める」など、厳戒態勢をあらわにした。

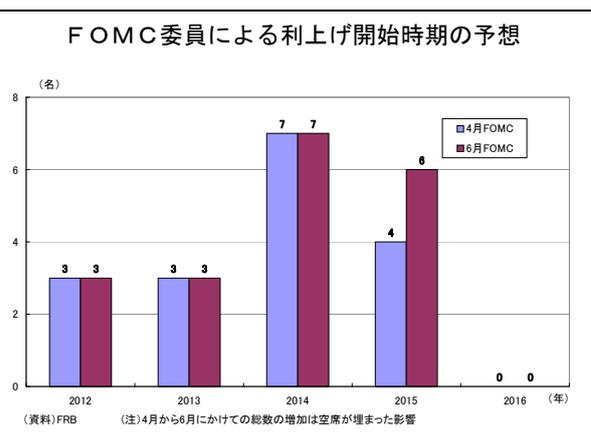
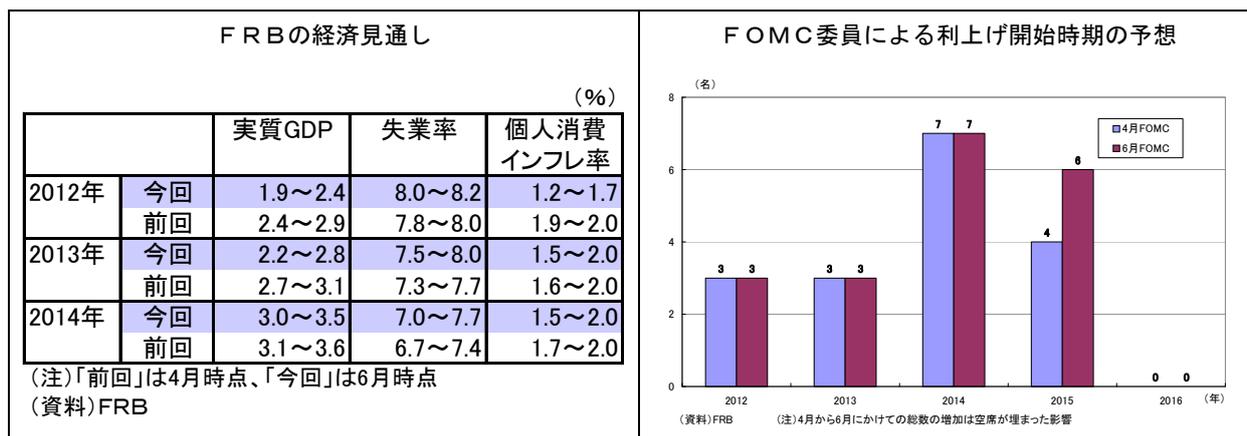
ギリシャ再選挙では緊縮財政派が勝利、市場の混乱は回避されたため実際の政策発動は無かったが、今月の決定会合では展望レポートの中間見直しが予定されている。物価上昇率1%達成への道筋は今回も描ききれないとみられ、7月に入ってから欧英中の同時金融緩和なども追加緩和を後押しする材料となるが、6月短観で景況感の改善が示されたことで市場の期待は前回緩和した4月ほどではない。筆者は見送り（温存）とみるが、市場の見方も分かれているだけに注目度が高い。

### （FRB）緩和（ツイストオペ延長）

FRBは6月19～20日に開催されたFOMCにおいて、6月末に期限を迎えるツイスト・オペ（期間の短い国債を売却し、長い国債を購入する政策）を年末まで6ヵ月間延長した。長期の金利を押し下げ、幅広く金融環境を緩和的にすることを目的としている。ちなみに政策金利は据え置き、「少なくとも2014年終盤まで」としている超低金利の時間軸にも変更はなかった。

声明文では、「今年の経済は緩やかに緩やかに拡大している」としつつも、先行きについては、「今後の数四半期は緩やかな成長に留まり、その後“非常に”緩やかに上向く」とトーンダウン、同時に公表された改定見通しにおいても、12～13年の成長率をかなり下方修正している。FOMC委員による利上げ開始時期の予想も、依然として2014年が最多ながら、2015年とするメンバーが6名と前回4月時点から2名増加している。

長らく注目点となっているQE3に関して、議長会見でも具体的な言及はなかったが、「追加的な資産買い入れ（俗に言うところのQE3）は、経済の挺入れのための追加的な手段が必要となったときに、検討する措置に確実に含まれる」とし、景気下ぶれの際の手段として温存していることを強調、市場のQE3期待を今後に繋いでいる。



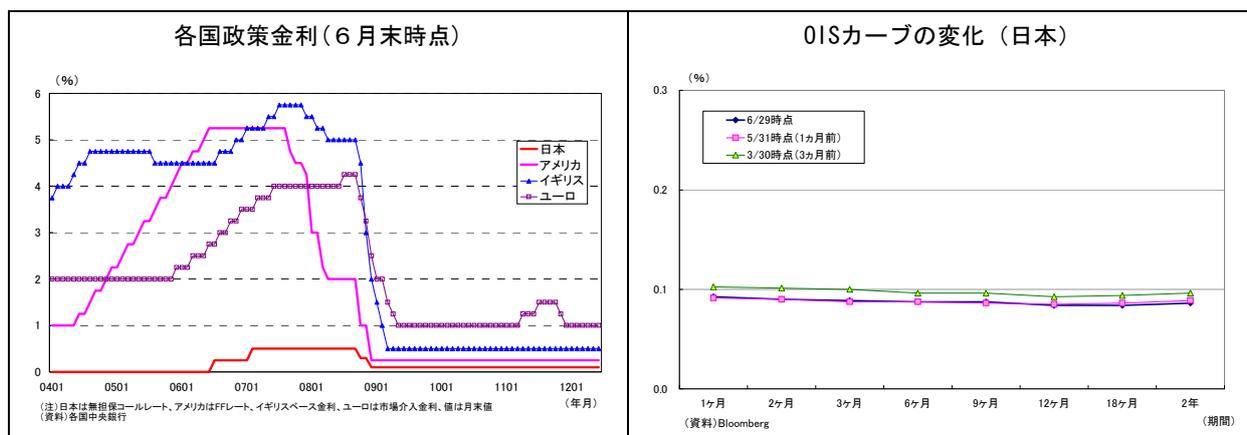
### (ECB) 維持 (7月に入り利下げ実施)

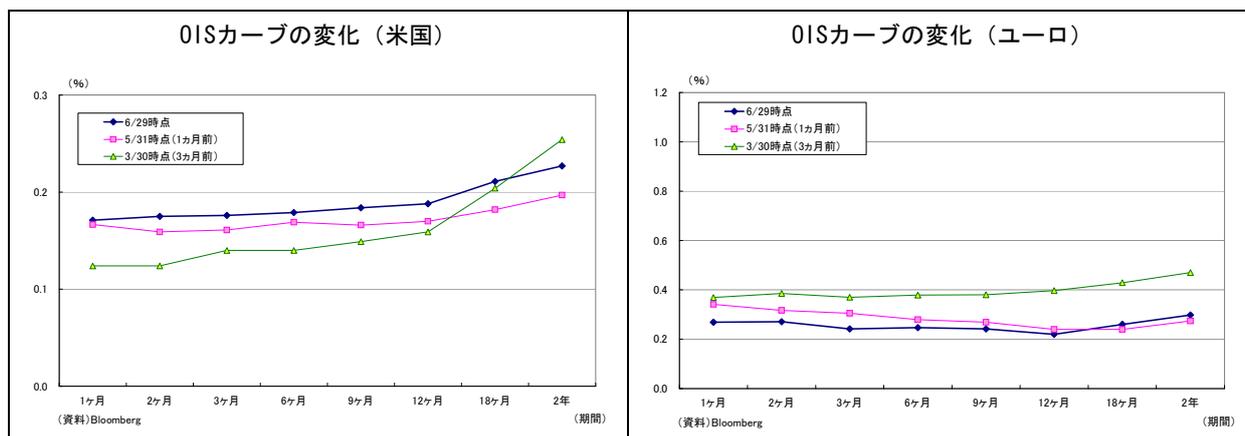
ECBは6月6日に開催された定例理事会において政策金利を1.0%に据え置くとともに、金額無制限・固定金利物の短期資金供給継続を決定した。ドラギ総裁は会見にて数人のメンバーが利下げを支持したことを認めたが、「本日の決定は極めて広いコンセンサスと完全な議論によるもの」と説明した。

景気の先行きについては、「引き続き緩やかな回復が予想される」という従来からの見方を維持、利下げ見送りの理由としたが、一方で「不確実性の高まりが信頼感やマインドの重石となっており、経済見通しに対する下方リスクが高まっている」との強い警戒感を示すことも忘れなかった。

その後、7月に入り5日の定例理事会では、政策金利を1.0%から0.25%引き下げ、過去最低となる0.75%とすることを決定した(全会一致)。

声明文では、従来同様、先行きの景気回復シナリオを維持する一方で下振れリスクへの強い警戒感が示されたが、ドラギ総裁は、市場の期待するLTR0(3年物資金供給オペ)など利下げ以外の措置について「協議しなかった」と説明。国債購入再開についても言及が無く、引き続き温存する形となった。





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 6 月末時点における利回り曲線を見ると、日本については前月から全く変化が無い一方、米国は全体的にやや上方にシフト、6 月 FOMC を経て追加緩和期待がやや後退した模様だ。ユーロ圏は一年内ゾーンの下方シフトが目立っており、市場では利下げや資金供給といった追加緩和の実施を 6 月末時点で織り込んでいたようだ。

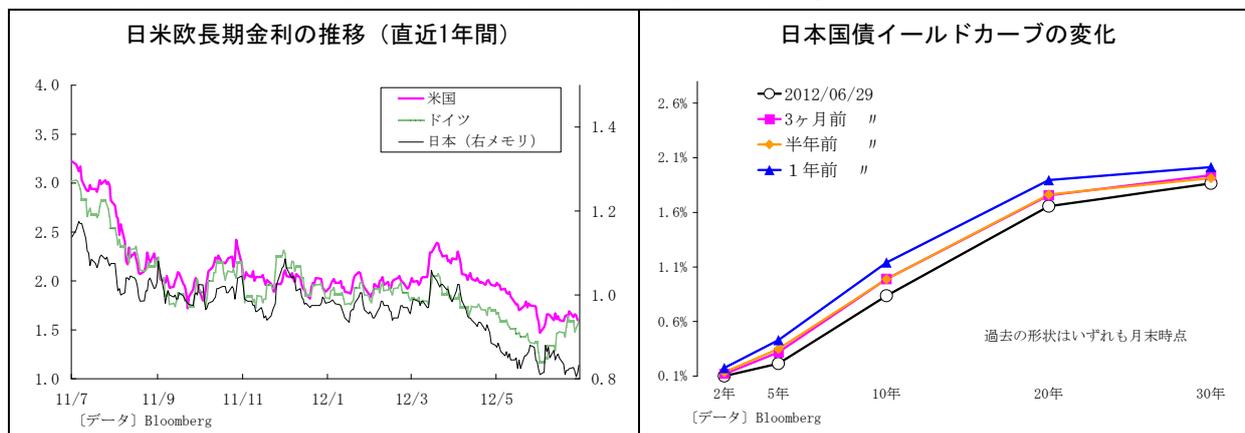
### 3. 金融市場(6月)の動き：金利は低迷、ユーロ買い戻し、ドル円はやや円安に (10年国債利回り)

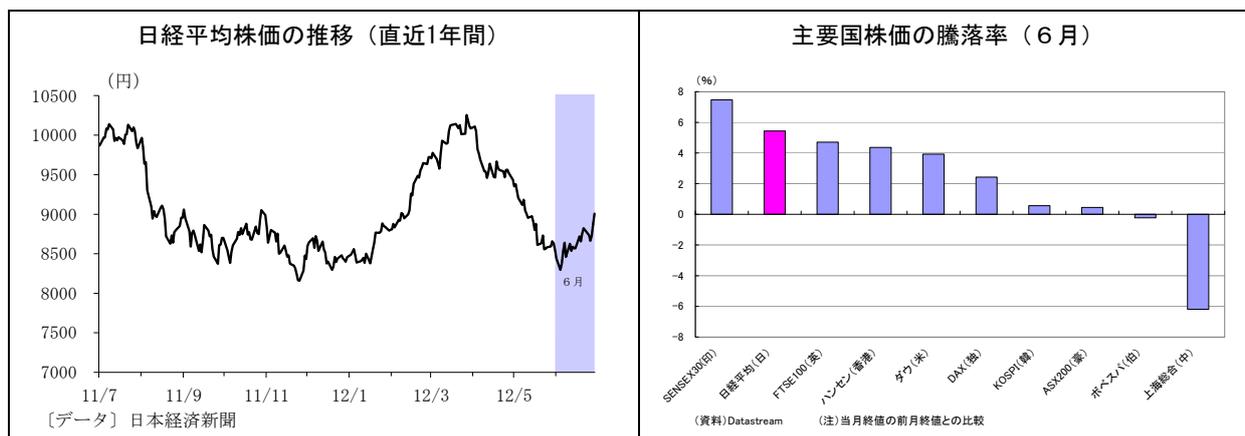
**6月の動き** 月初 0.8% 台前半からスタートし、月末も 0.8% 台前半に。

月初、低調な入札結果や G7 緊急電話会議への期待から 5 日には 0.8% 台後半へ。以降 0.8% 半ばから後半での推移が続く。17 日のギリシャ再選挙で最悪の事態は回避されたものの欧州不安は払拭されず、20 日の国債大量償還を控えた買い増しもあって金利は低下、19 日には 0.8% 割れ寸前に。その後もスペインの金融不安を抱えて 0.8% をわずかに超える水準で低迷。月末には EU 首脳会議にてスペインの銀行向け融資の条件緩和合意が伝わりやや上昇したが、0.8% 台前半で着地。

#### 当面の予想

6 月にはギリシャ再選挙の無難な結果や EU 首脳会談での合意などリスク回避緩和のきっかけになり得るイベントがあったのだが、金利の反応は思いのほか薄く、底這いが続いている。欧州に対する懸念払拭シナリオが未だに見えないことや主要国経済の減速感、消費増税法案の前進などが低金利を正当化する理由になっている。欧州債務問題、主要国経済ともに短期間で大きく状況が変わることは期待できないため、当面長期金利の低迷は続きそうだ。





## （ドル円レート）

**6月の動き** 月初78円台後半からスタートし、月末79円台前半に。

月初は78円台で推移。その後、政府・日銀の為替介入観測の高まりなどで円売り優勢となり、7日には79円台半ばへ。以降しばらく79円台での推移が続いたが、FOMCにてQE3への具体的な言及が無く、追加緩和期待後退に伴うドル買いによって22日には80円台前半へ。月終盤には輸出企業による期末の円買いもあって再び80円を割り込み、月末は79円台前半となった。

### 当面の予想

5月以降、ユーロの動向が市場の主役となる中で、ともに逃避先となるドルと円の力関係は膠着ぎみになっている。ただし、6月末にスペイン向け金融支援がとりあえず合意に至ったことで市場の注目度はやや後退、経済指標に対する市場感応度が高まりつつある。米経済は減速感が色濃くなってきているが、何とか回復期待を繋げるかがポイント。引き続きドル円は狭いレンジの推移を予想するが、目先の6月雇用統計や住宅関連指標が予想外に下ぶれると一時的にドル安の流れも。

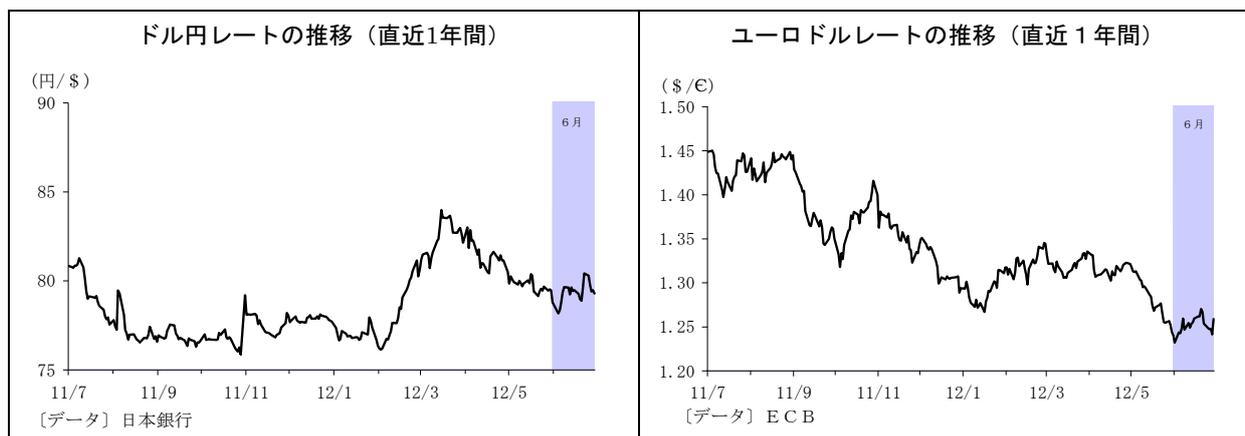
## （ユーロドルレート）

**6月の動き** 月初1.23ドル台前半でスタートし、月末1.26ドル台近辺に。

月初、米雇用統計の悪化やリスク回避の一服などから買い戻しが入り、7日に1.26ドルを付けたが、スペインの格下げを受けて翌8日には1.24ドル台へ。しばらく1.25ドルを挟んだ展開が続いた後、ギリシャ再選挙結果を受けて上昇に転じ、20日には1.27ドルとなる。その後、スペインの金融不安への警戒や債務危機の抜本的解決への懐疑的な見方が台頭し再びユーロは弱含み、1.24ドル台の推移となったが、月末のEU首脳会議での合意内容を好感し、1.26ドル近辺で着地した。

### 当面の予想

足元はECBの利下げが市場予想の最低ラインに留まったことや利下げ以外の対応策が出てこなかったことを嫌気し、1.23ドル台になっている。ユーロ圏の実体経済は相対的にも絶対的にも悪いうえ、債務問題への対応も前進こそしているものの市場の期待に十分に答えることはできていない。ユーロは引き続き低迷が続くと見る。ただし、ユーロの売りポジションが積みあがっており、市場の期待もかなり下がっているため、下落トレンドにはならないと見る。



金利・為替予測表(2012年7月6日現在)

		2012年			2013年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		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)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
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)	1.8	1.7	1.9	2.1	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.00	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.5	1.6	1.8	2.0	2.3
円ドル	(平均)	80	81	82	83	83
ユーロ・ドル	(平均)	1.28	1.26	1.28	1.29	1.30
円・ユーロ	(平均)	103	102	105	107	108

(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。