

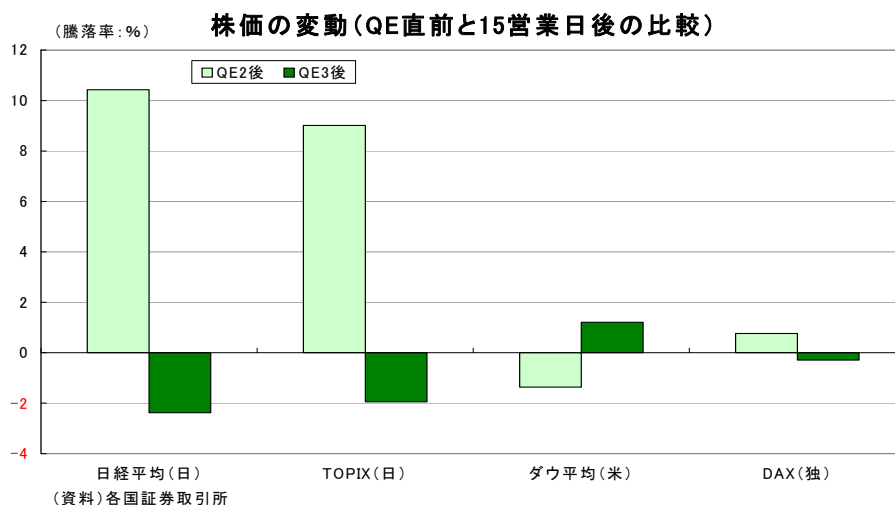
Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(10月号)

～QE3後の市場の反応と中国リスク

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. **(市場全般)** 今回 QE3 後の市場の初期反応をまとめると前回 QE2 後と比べてリスク回避的である。そしてその要因は、世界経済の不透明感が強いためと考えられる。QE はリスク・オン要因であるため、世界金融市場が今後リスク選好に傾くかどうかは実体経済、欧州問題とのバランスが重要になる。なお、QE3 後の日本株の出遅れ感が目立つが、要因として大きいのはやはり中国の影響と考えている。日本は外需主導型経済でかつ中国との繋がりが強く、中国の減速はマイナス材料として大きい。さらに、日中間の緊張というマイナス要因も重石になっている。業種別では中国の影響を収益面で最も直接的に受けやすいのは自動車産業と考えられるが、他産業への波及力の強い同産業を通じて、日本企業は幅広く中国情勢(実体経済+日中関係)の影響を受ける可能性が高い。日本株の出遅れについては、従来の為替に加えて中国情勢が重要なキーファクターになったと言えるだろう。
2. **(日米欧金融政策)** 9月の金融政策については、日米で追加緩和が実施された。ECB も8月に再開方針を示していた国債買入れプログラムで合意しており、各国中銀が揃って政策対応を打った形に。目先の注目は10月末展望レポート発表時の日銀の対応。
3. **(金融市場の動き)** 9月の金融市場は、ECB の対応や QE3 を受けてドルが対ユーロ、円で下落した。長期金利はほぼ横ばいであった。当面の予想は、ドル円相場と長期金利は膠着ぎみの展開に、ユーロ相場はスペインの対応次第で動くと見る。



1. 市場全般：QE3後の市場の反応と中国リスク

米FRBが9月13日に量的緩和第3弾（以下、「QE3」）を発動して以降、半月少々が経過した。QE3自体の評価は終わってみたいと分からないが、この一大イベント後の金融市場がこれまでのところどのような反応をしめしたのか、前回QE（QE2）時の初動と比較しながら見てみる。

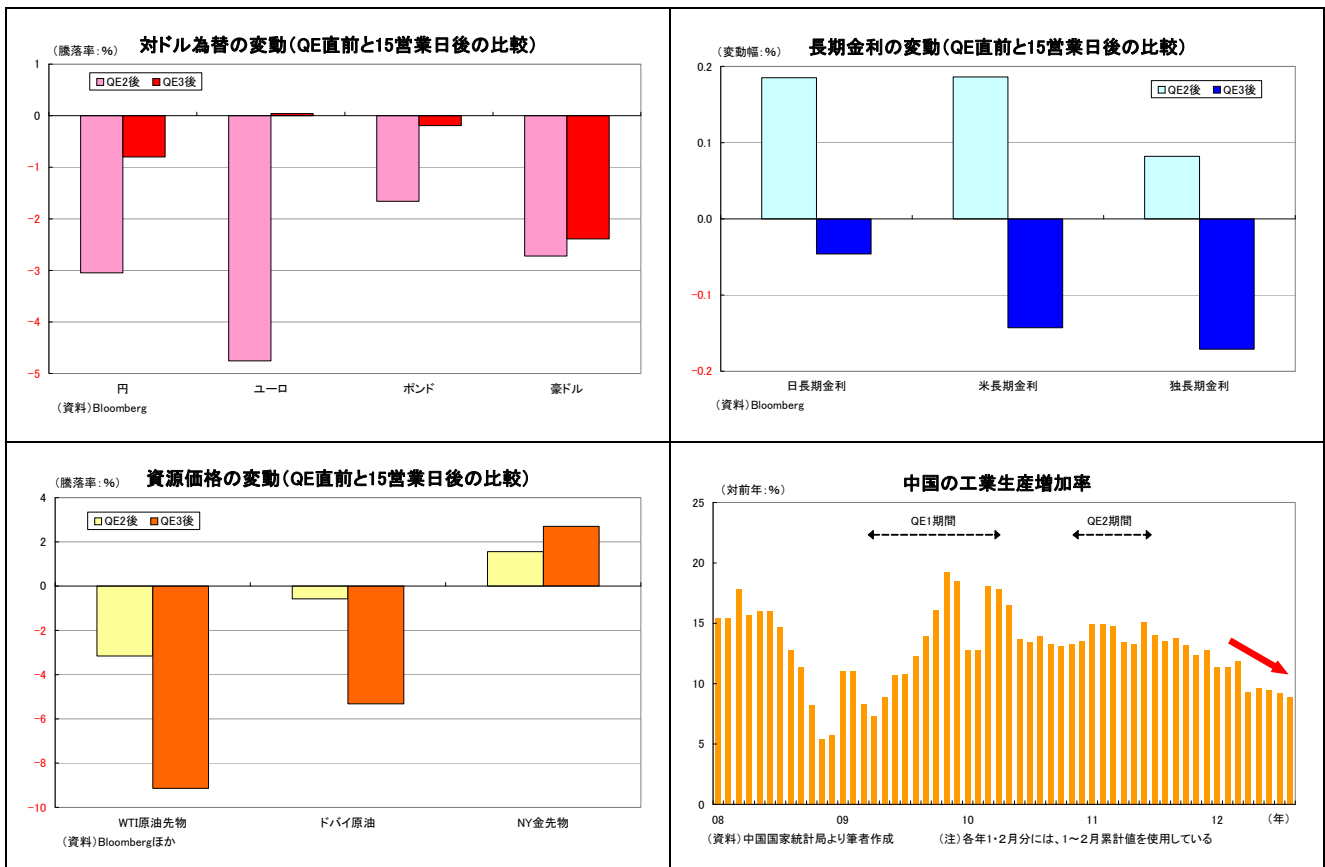
なお、対象期間はそれぞれQE決定前日とQE決定日から14営業日経過後の15営業日間とした。具体的には、QE2では2010年11月2日と11月23日の比較、今回QE3が2012年9月12日と10月3日との比較となる。

（今回QE後の市場の初期反応）

まず、今回QE3後の市場の初期反応をまとめると、“日本株＝下落、円の対ドルレート＝やや下落、長期金利＝やや低下、原油価格＝下落、金価格＝上昇”という結果となった。

前回QE2後の初動では、円の対ドルレートが大きく下落、日本株と長期金利は大きく上昇していたため、かなり異なった動きである。事前の織り込み度合いも影響するため一概には言えないが、原油価格の下落や金価格の上昇も前回初動と比べて顕著であり、今回の初期反応は前回と比べてリスク回避的である。そしてその要因は、QE2開始時点と比べて、世界経済の先行き不透明感が強いためと考えられる。債務危機が続く欧州経済はもとより、これまで世界経済を牽引してきた中国経済の減速感も色濃いため、先行きの改善期待が高まっていないようだ。QEは過去の経験からしてリスク・オン（選好）要因であるため、世界金融市場が今後リスク選好に傾くかどうかは実体経済、欧州問題とのバランスが重要になる。

なお、今回QE3と前回QE2では、とりわけ日本株の動きの違いが顕著になっている。QE2直後は、アイルランドの財政問題緊迫化ならびに米金利上昇等に伴うドル高圧力で円安ドル高が進行し、この為



為面でのサポートもあって、それまで出遅れていた日本株は急反発した。しかしながら、今回はむしろ欧米株価に対する日本株の出遅れが目立つ状況にある。

今回、QE3後のドル円レートは小幅の円安ドル高となっており、前回のような株価上昇要因にはなっていないものの、QE直前に比べて円高が進んだわけでもないため、為替がQE3後の日本株出遅れの要因とは言えない。

(日本株の中国リスク)

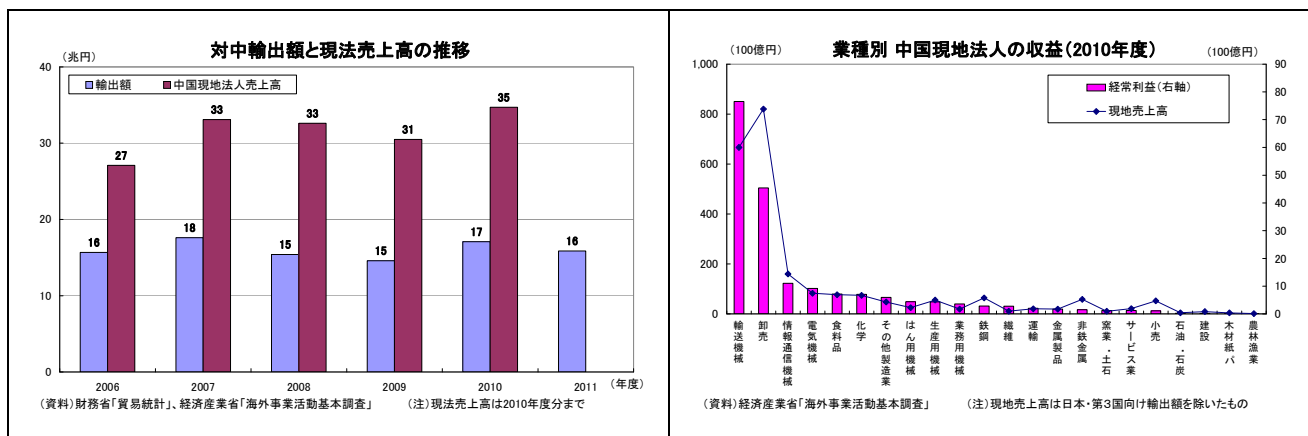
そうすると、やはり大きいのは中国の影響であろう。日本は外需主導型経済であるうえ、地理的にも経済的にも中国との繋がりが強く意識されるため、中国経済の減速はマイナス材料として大きい。

さらに、日中間の政治的緊張というマイナス要因が重石となっている。9月半ばに反日デモが拡大し、日本商品を避ける動きも広がってきている。QE2の前、2010年9月頃にも漁船衝突事件を発端とするデモ等が発生したが、今回の規模・影響はさらに大きいという落としどころが難しいため、日本株のリスクとしてかなり意識されているとみられる。

日本企業と中国との繋がりに関して、輸出と現地展開の動向を見ると、日本から中国への輸出についてはしばらく横ばいに留まっているが、現地での企業展開は年々拡大してきており、実際日本企業の現地法人の売上高も増加基調にある。そして、さらに細かく業種別の状況(2010年度)を見ると、現地法人の売上では卸売、輸送機械、情報通信機械が上位3業種となっている。利益面でも上位3業種の顔ぶれは変わらないが、なかでも輸送機械、すなわち自動車産業が突出しており、全業種合計の約4割を1業種で占めている。

このため、中国経済ならびに日中関係の帰趨の影響を収益面で最も直接的に受けやすいのは自動車産業と考えられるが、自動車産業と言えは産業の裾野が広く、他産業への波及力が強い点が特徴である。実際、震災後のサプライチェーン寸断では、多くの産業が自動車と強く結びついていることが確認されている。従って、今回についても、波及力の強い自動車産業を通じて、日本企業は幅広く中国情勢(実体経済+日中関係)の影響を受ける可能性が高い。

従来、世界の株価動向に対する日本株の出遅れとその解消の要因としては、為替動向とりわけドル円レートの説明力が高かったが、今後は、為替に加えて中国情勢が重要なキーファクターになったと言えるだろう。



2. 日米欧金融政策（9月）：日米とも追加緩和、ECBは国債買入れの概要を発表

（日銀）追加緩和

日銀は9月18～19日の金融政策決定会合において、資産買入等基金を10兆円増額する追加緩和を決定した（全員一致）。追加緩和は4月（基金5兆円増額）以来5ヶ月ぶりとなる。さらに長期国債・社債の入札下限金利（従来0.1%）も撤廃。政策金利については0～0.1%程度で据え置いた。

なお、今回増額された買入れ対象は国庫短期証券5兆円と長期国債5兆円だが、増額分の買入れ期間はそれぞれ2013年1月～6月末、同年7月～12月末となっている。従って、買入れ完了時期が従来より半年延長されたことになるが、今年中の買入れ額は従来と変わらない。

これと併せて、景気判断も下方修正した。声明文では、海外経済について「減速した状態がやや強まっている」と言及したうえ、これに伴って国内景気も「持ち直しの動きが一服している」と、従来の「緩やかに持ち直しつつある」から変更している。先行きについても、長らく「緩やかな回復経路に復していく」との表現を用いていたが、「当面、景気は横ばい圏内の動きにとどまる」と変更した。総裁会見では、この景気判断の修正について、「メインシナリオ自体を下方修正した」「回復経路に復していく時期は半年程度後ずれする」と説明している。

本来10月末の展望レポート公表時での緩和を模索していたであろう日銀がこのタイミングで追加緩和を決めたのは、9月上旬にECBが国債買入れプログラムで合意、中旬にFRBがQE3を決定と欧米金融政策が大きく動いていたことと、国内景気について減速を示す指標が増えてきていたことから、「前倒しで緩和しないリスク」が強く意識されたためと考えられる

ただし、金融市場の反応を見る限り、緩和の効果はほぼ一日で消化されてしまった。今月末の展望レポートでは、12～13年度成長率・物価の下方修正と14年度物価上昇率の1%未達が示されると思われ、これに対応する形でのさらなる追加緩和が必要になりそうだ。

なお、10月に入って4～5日に開催された決定会合では、現行の金融政策を維持。声明文中の景気の現状判断は「横ばい圏内の動き」と微修正。一方、先行きについては「当面横ばい圏内の動き」の後、「緩やかな景気回復経路に復していく」と、前回一旦消えていた回復に関する文言が復活している。2週間前に緩和したばかりであり、今回の現状維持に意外感はない。

（FRB）追加緩和

FRBは9月12～13日にかけて開催されたFOMCにおいて、住宅ローン担保証券を毎月400億ドル購入する追加緩和（俗に言う“QE3”）を決定した。併せて、従来「少なくとも2014年終盤まで」としていた超低金利の時間軸を「少なくとも2015年半ばまで」に延長した。政策金利については0～0.25%で据え置いた。

QE3については、「(物価安定の下で)労働市場の見通しが十分に改善するまで続ける」とされており、市場などでは実質的に無制限と受け止められている。この仕組みが期限と総額を明示してき

資産買入等基金の規模(増額後)

	直近 残高 (9/20)	残高目標(程度)		
		12年 12月末	13年 6月末	13年 12月末
資産買入	30.4	40.0	50.0	55.0
長期国債	17.1	24.0	29.0	↑ 34.0
国庫短期証券	7.4	9.5	↑ 14.5	14.5
CP等	1.7	2.1	2.1	2.1
社債等	2.7	2.9	2.9	2.9
ETF	1.4	1.6	1.6	1.6
REIT	0.1	0.12	0.12	0.12
共通担保資金供給	30.8	25.0	25.0	25.0
合計	61.1	65.0	75.0	80.0

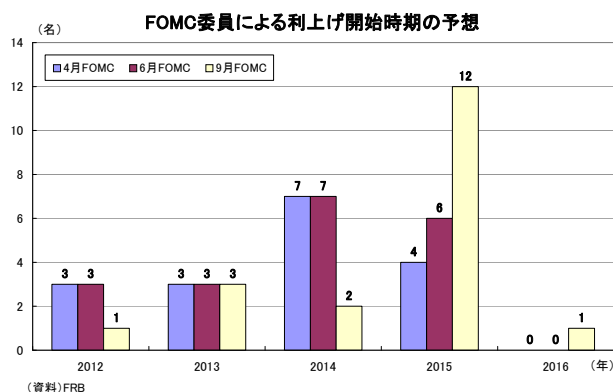
(注) 矢印部が今回増額分

(資料) 日本銀行

た過去の QE とは大きく異なる点だ。さらに上記の改善がみられないには QE3 継続に加えて「追加の資産購入や必要に応じその他の政策手段を導入する」と表明しており、追加緩和への含みまでも残している。

なお、今回の声明文では、「委員会は、追加緩和なしでは経済成長が労働市場の持続的な改善を促すほど強まらないかもしれないと懸念している」と記載、FOMC 後の会見でもバーナンキ議長が「雇用情勢は引き続き大きな懸念材料」と言及しており、労働市場の厳しい状況が今回の決定の理由である点が強調されている。

今回は併せて四半期に一度の経済見通しと政策金利見通しが発表された。経済見通しでは、前回 6 月時点と比べて 2012 年の成長率を引き下げ一方、13、14 両年の成長率を若干引き上げている。利上げ開始時期については、前回と比べて 2015 年とする委員が大幅に増加するなど、全体的に後ろ倒しとなっており、今回 FRB として「2015 年半ばまで」と時間軸を延長したことで総合的な結果になっている。

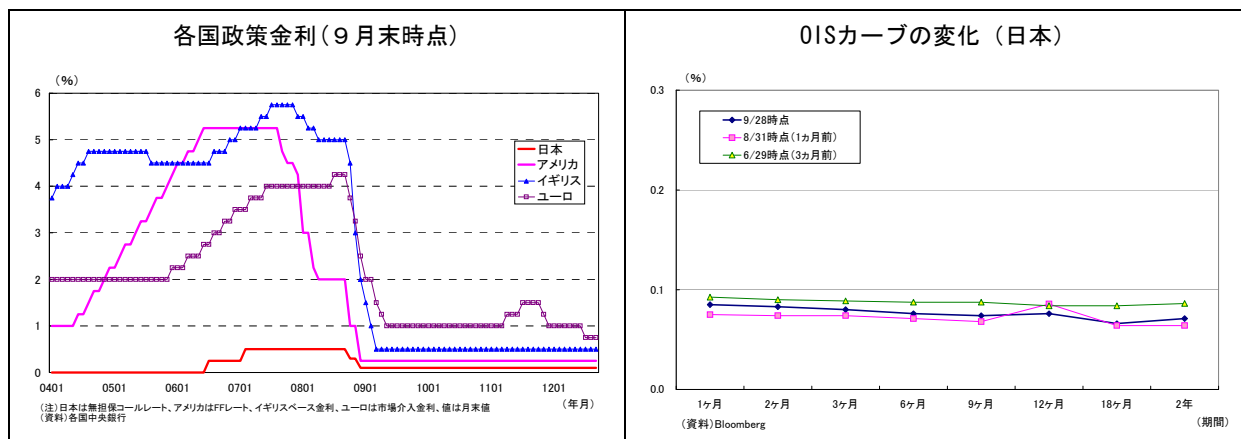


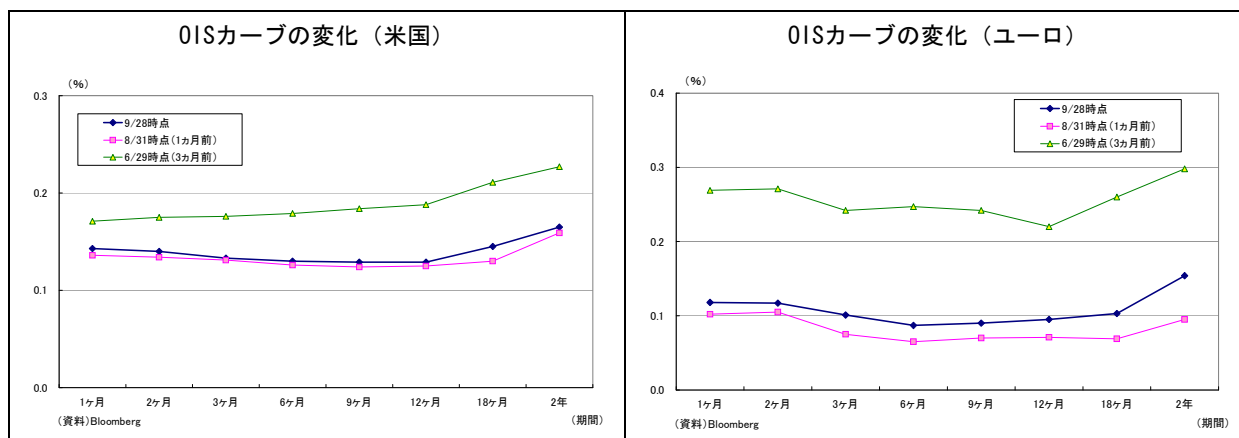
(ECB) 維持

ECBは9月6日に開催された定例理事会において2ヵ月連続となる政策金利の据え置きを決定したが、前回表明した新たな国債買入れプログラムで合意、その概要が明らかにされた。主な内容は期間1年～3年を中心とする国債を買入れ対象とし、金額にあらかじめ上限は設けていない（無制限）。ただし、EFSF・ESMに支援を要請し、その厳格な条件を受け入れ、遵守することが国債買入れの条件となっている。従って、ボールは買入れを希望する国側に移り、即座に再開されるわけではないものの、ユーロ防衛に向けてECBがさらに踏み込んだ形に。

また、併せて非標準的措置として、資金繰り支援のために市中銀行がECBから資金を調達する際の担保条件を緩和することを決定した。

その後、10月に入って4日に開催された定例理事会でもECBは政策金利の据え置きを決定。その他の政策についても新たな決定はなかった。





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9月末時点における利回り曲線を見ると、日米欧ともに先月末から殆ど変動が無かった。曲線形状はほぼフラットであることから金融緩和の長期化が織り込まれている。なお、9月には金融政策上の大きな動きとして、米FRBによるQE3決定と時間軸政策延長があったが、事前にある程度期待が織り込まれていたことなどからOISカーブ自体の反応は限定的であった。

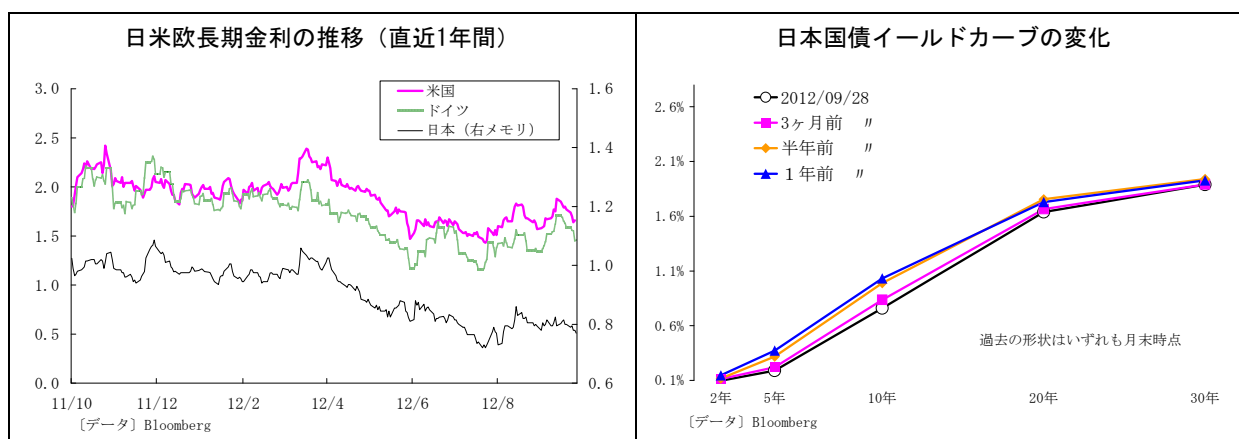
3. 金融市場(9月)の動き：ユーロ反発、円も対ドルで上昇、長期金利は横ばい (10年国債利回り)

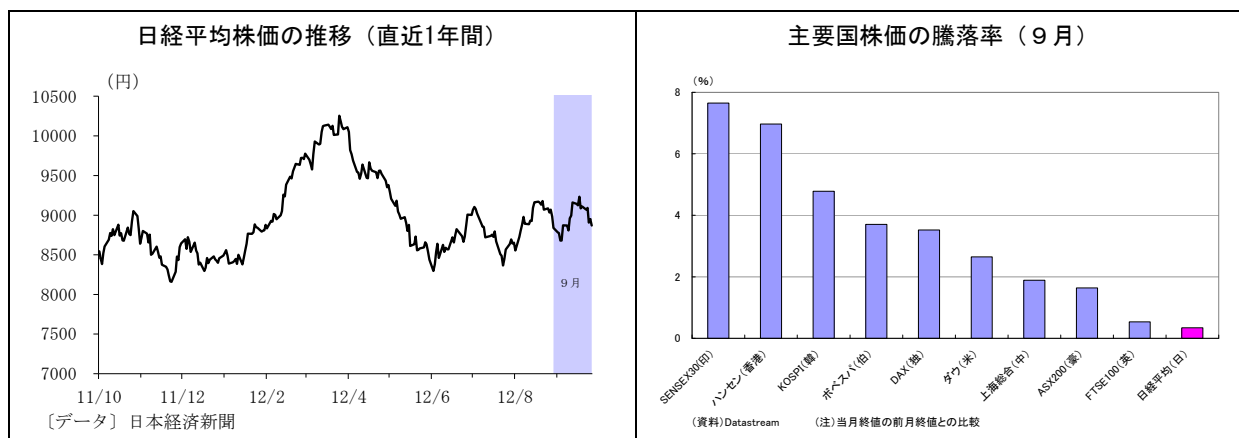
9月の動き 月初0.7%台後半からスタートし、月末も0.7%台後半に。

月初、ECBの国債購入再開期待からリスク回避姿勢が後退し、4日に0.8%台に乗せる。7日発表の米雇用統計は悪化したものの、QE3期待などからリスク回避には傾かず、0.8%台前半での推移が続く。13日のQE3発動後も0.8%台前半での推移が続いたが、世界経済の減速懸念が高まったことで24日には0.8%を割り込む。その後一旦0.8%を回復したものの、スペイン情勢への警戒感や国内外景気への懸念が高まり26日には再び0.8%を割り込み、月末も0.7%台後半で着地した。

当面の予想

QE3は発動されたものの、中国の減速感など世界経済を取り巻く不透明感は強く、欧州問題への警戒感もまだ残る。従って、未だ投資家が積極的にリスクを取りにくい地合いにはなく、債券選好が当面続きそうだ。当面の長期金利は0.7%台～0.8%台前半のレンジで推移すると予想。0.8%台後半にまで上昇するには、米中の実体経済や欧州問題対応などに関する強いポジティブサプライズによる水準調整が必要と考えるが、やや時期尚早だろう。





（ドル円レート）

9月の動き 月初 78 円台前半からスタートし、月末 77 円台半ばに。

月初、ECB の国債買入れプログラム合意を受けたリスク回避後退の円売りで 7 日には 78 円台後半へ円が下落したが、直後の米雇用統計悪化を受けて 10 日には再び 78 円台前半へと戻る。さらに米追加緩和観測の高まりから 12 日には 77 円台に突入した。QE3 決定後は一時方向感を欠いた後、日銀の追加緩和もあり 19 日には 79 円台まで円安が進む。ただしその後は材料出尽くし感や世界経済の先行き懸念、上期末の円買いなどで一転円高が進行し、月末は 77 円台半ばに。

当面の予想

10 月に入って米国でやや強めの経済統計が続いたことで足元では 78 円台半ばとなっている。米国については、QE3 を発動したことに加えて年末に財政の崖問題を抱えるため、仮に雇用統計などが堅調な結果となってもドル高が抑制されそう。一方、改めて米経済の不調が確認される内容となれば円高圧力が高まる。ただしその際には、10 月末展望レポート発表に伴う日銀の追加緩和期待が高まることと一定の歯止めになる。当面のドル円は 80 円割れでの膠着した推移を予想。

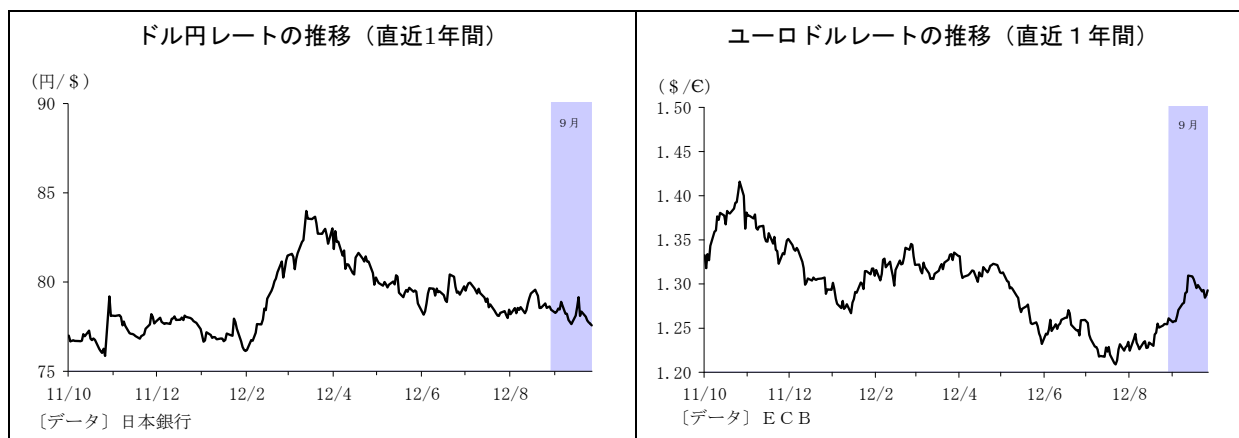
（ユーロドルレート）

9月の動き 月初 1.25 ドル台前半でスタートし、月末 1.29 ドル台前半に。

月初、1.25 ドル台で推移した後、ECB の国債買入れプログラム合意を受けて 7 日には 1.27 ドル台へ上昇。米追加緩和期待の高まりから 12 日には 1.29 ドル台へとさらに上昇し、QE3 決定を受けた 14 日には 1.31 ドルまで到達。ただし、その後は欧州の債務問題や景気不安が再び意識され、じりじりと下落する展開となり、20 日には 1.30 ドルを割り込む。その後も一進一退の動きとなり、月末は 1.29 ドル台前半で着地した。

当面の予想

筆者の先月の予想に反してユーロは 1.30 ドル付近で高止まりしている。ただし、QE3 発動に伴うドル安の受け皿になったことも影響しており、ユーロが手放しで評価されているわけではない。ユーロ圏の実情に比べ過大評価されていると思われ、下落リスクは大きい。ただし、目先の話としては“スペインが（いつ）支援要請するか”というイベントがユーロの方向性を左右するだろう。早期の要請があれば上昇、無ければ市場が督促する形でじりじり下げる展開になりそうだ。



金利・為替予測表(2012年10月5日現在)

		2012年		2013年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		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)	0.8	0.9	1.0	1.0	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)	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2
円ドル	(平均)	79	80	81	81	82
ユーロ・ドル	(平均)	1.25	1.28	1.25	1.26	1.26
円・ユーロ	(平均)	98	102	101	102	103

(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。