

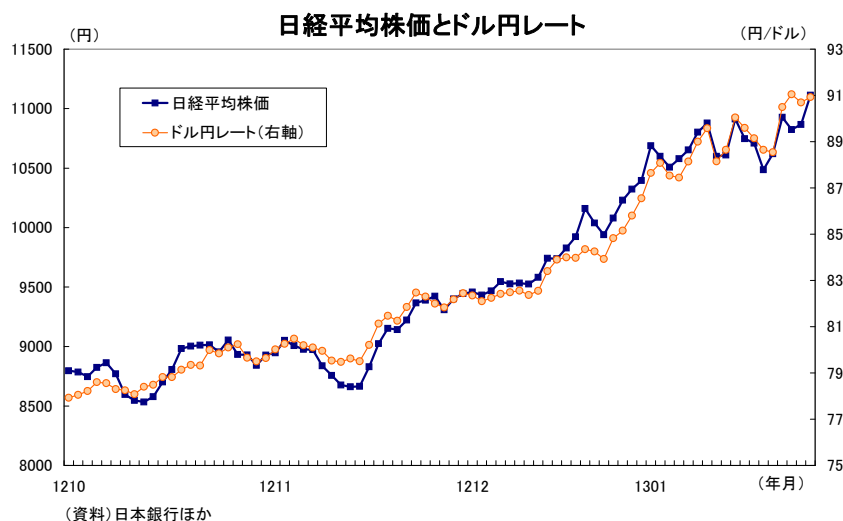
Weekly
エコノミスト・
レター

金融市場の動き(2月号)

～株価上昇の中で浮かび上がる課題

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. **(株価)** 1月も日経平均株価は7.2%の高い伸びを記録した。今回の株価上昇は、円安進行との連動性が極めて高い点が特徴だ。ただし、時間軸を伸ばすとまだ日本株の出遅れ感は続いている。11月中旬以降の株価とドル円レートの関係性が続くと仮定した場合、出遅れが完全に解消するのに必要な円安水準は106.1円となり、まだ相当な距離感がある。次に為替以外の出遅れ要因を探るべく、足元とドル円水準が同じであった2010年6月とを比較してみると、「資源・エネルギー多消費型」業種の下振れ幅が大きく、全体を押し下げている。当時と比べ、エネルギー価格は大きく上昇しているため、円安とのいわばダブルパンチ状態になっていると考えられる。原油などの価格は今後も上昇に向かう可能性が高い。円安は日本経済・日本株全体にとってはプラスと考えるが、ともに原油価格上昇に弱い体質になっているだけに、これまで以上の警戒が必要になるだろう。
2. **(日米欧金融政策)** 1月は欧米が金融政策を維持する一方、日本が物価目標2%導入のうえ、2回連続での追加緩和を決定した。欧州危機の後退、景気の改善見通しなどから欧米が様子見スタンスになる中で、日銀の緩和スタンスが際立っている。
3. **(金融市場の動き)** 1月の金融市場は、円安ドル高、ユーロドル上昇、長期金利は低下した。ドル円相場は、日銀次期総裁人事本格化に伴って当面底堅さを増しそうだが、欧米政治イベントの展開次第では一時的な円高方向への巻き戻しも。



1. 株価：株価上昇の中で浮かび上がる課題

株価の上昇が続いている。1月の日経平均株価騰落率は7.2%と、12月の10.0%に続いて高い伸びを記録。1月21-22日の日銀決定会合後は内容への失望や利益確定売りに押され、一旦10500円を割り込んだがすぐに上昇に転じ、1月30日以降は、2年9ヵ月ぶりとなる11000円台を回復している。

(株高と円安のほぼ完全な連動)

今回の株価上昇局面は、11月中旬の野田前首相による衆議院解散表明を機に始まっているが、円安進行との連動性が極めて高い点が特徴だ(表紙図表)。11月15日から1月30日までの日経平均株価とドル円レートの相関係数は0.98(1が完全連動)と、ほぼ完全に連動している。株価と為替の関係性については、「株高が市場のリスク選好を高め、リスク回避通貨である円が売られる」という面もあるが、輸出株の上昇が顕著なことからすると、やはり「円安による企業収益改善期待により株が買われる」という面の方が強いとみられる。

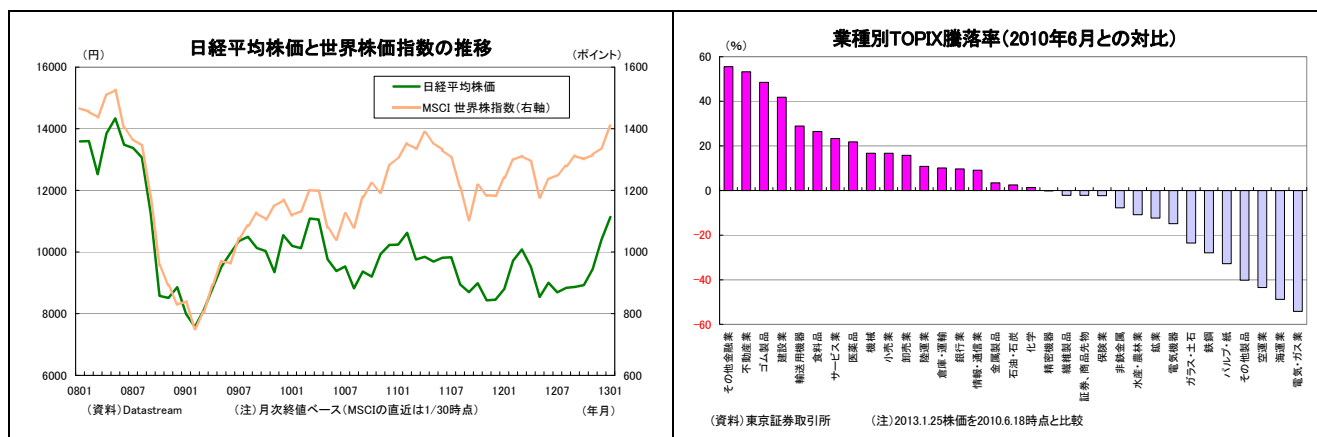
一方、ここ数ヵ月の日本株の上昇は世界トップレベルではあるが、時間軸を伸ばすとまだ日本株の出遅れ感は続いている。世界の主要先進国の株価を示す「MSCI世界株指数」と比べてみると一目瞭然で、2009年半ばを基点とすると、現在の世界株は日経平均14000円に相当する高値水準にある。

ちなみに、11月中旬以降の株価とドル円レートの関係性が今後も続くと仮定すれば、日経平均12000円到達に必要なドル円レートは1ドル95.6円、13000円の場合は100.9円、現在の出遅れが完全に解消する14000円の場合は106.1円となる。この為替水準は現在よりも約14円の円安ドル高であり、相当な距離感がある。

(業種別株価から見えるもの)

次に業種別株価を見てみよう。まず、1月第4週末(25日)の業種別東証株価指数(TOPIX)を11月第2週末(9日)と比較するとさすがに全業種で上昇している。次に為替以外の出遅れ要因を探るべく、1月第4週末とドル円水準が同じ(90円台前半)であった2010年6月第3週末と比較してみると、1月第4週末のTOPIXは全体として5.8%(日経平均は12.6%)高い水準にあるが、業種によって最大±50%以上の上振れ・下振れが発生している。

2010年6月に対して最も上振れしているのは、その他金融業(+55.5%)、不動産業(+53.2%)といった俗に言う金融緩和銘柄であり、銀行業(+9.7%)も上振れしている。当時と比べて日銀の金融緩和が格段に強化され、先行きの緩和期待も高まっていることを反映したものとみられる。また、公共工事

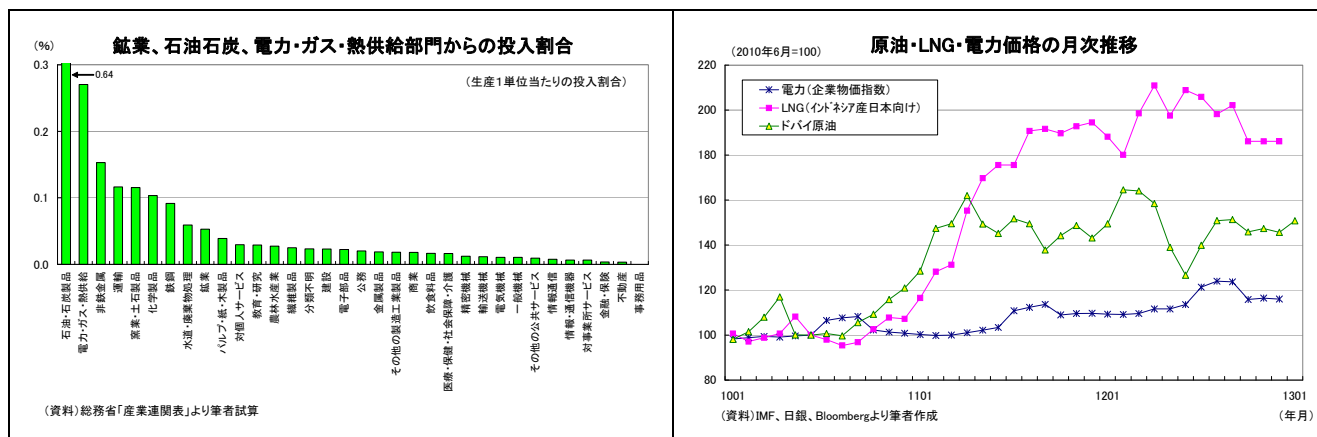


の増加を反映したとみられるが、建設業（+41.8%）も高い。これらアベノミクスの恩恵を強く受ける
とみられる業種が全体を牽引している構図が顕著だ。

一方、下振れ幅が大きいのは、電気・ガス業（-54.2%）、海運（-48.8%）、空運（-43.5%）、パルプ・
紙（-32.8%）、鉄鋼（-27.9%）、ガラス・土石（-23.5%）などがあり、全体を押し下げている。個別の
事情もあるため一概には言えないが、これら業種の共通項として「資源・エネルギー多消費型」である
点が挙げられる。業種の定義はやや異なるが、産業連関表の部門別投入状況からもその状況がうかがわ
れる。

2010 年 6 月と比べた場合、原油、LNG の価格（ドル建て）はそれぞれ+51%、+86%と大きく上昇
している。さらに原発停止の影響もあり、企業向け電力価格も+16%とかなり上昇している。

わが国においては、大部分を輸入に頼るエネルギーを多く消費する産業では、円安がコスト増に繋がる
うえ、従来と比べてエネルギーの価格自体が上がっていることで、いわばダブルパンチ状態になって
おり、株価にもその点が表れていると考えられる。



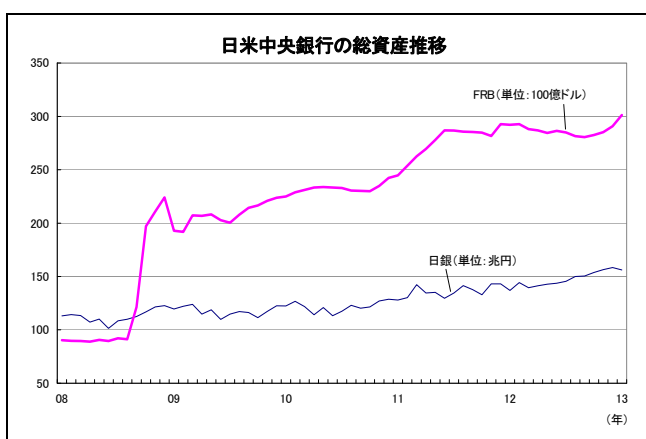
（エネルギー価格への警戒は怠れず）

原油などのエネルギー価格は最近じり高傾向に
あるが、今後も価格が上昇に向かう可能性が高い。
一つは世界経済の回復が今後加速するとみられ
るためだ。原油需要の拡大に伴って価格も上昇に向
かうだろう。

ただし、経済回復に伴う原油価格上昇の場合は、
製品需要も高まるのでまだマシだ。より警戒すべき
は地政学リスクや投機による原油価格上昇だ。

原油の供給源である中東やアフリカでは紛争や
テロ、国際的な対立関係に収束の兆しが見えず、いつ緊迫化してもおかしくはない。

また、投機的な動きに関しては、先進国の金融緩和の影響が懸念材料。欧州は別として、日米中央銀
行のバランス・シートは今年一年間にそれぞれ数十兆円規模で拡大する見通しであり、その分マネー供
給が行われる。QE2 の際の原油価格高騰のように、“金融緩和”をテーマとした投機資金の原油市場へ
の流入が再現する可能性がある。日本向け LNG の価格は原油に連動するため、影響は原油だけに留ま
らない。



影響を緩和する策としては、省エネ・新エネルギーの推進、安価なシェールガスの輸入などが挙げられるが、残念ながら短期的な解決策にはなりえない。

円安は日本経済・日本株全体にとってはプラスと考えるが、ともに原油価格上昇に弱い体質になっているだけに、これまで以上の警戒が必要になるだろう。

2. 日米欧金融政策(1月)：日銀が連続となる追加緩和を実施

(日銀) 追加緩和

日銀は1月21～22日に開催された金融政策決定会合で「物価安定の目標」を導入。従来の“目処”という表現を“目標”へと明確化したうえ、目標水準も“当面は1%”としていたものを“2%”へと引き上げた。また、これと併せて9年半ぶりとなる2回連続での追加緩和を決定。2014年から資産買入等基金によって「期間を定めない資産買入方式」を導入、毎月長期国債2兆円を含む13兆円の国債買入れを行うこととした。

さらに「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」と題した政府・日銀による共同声明を発表。日銀は2%の物価目標を定め、金融緩和の推進により“できるだけ早期に実現する”ことを目指すこと、政府は日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組みを具体化し、強力に推進することを明記した。また、経済財政諮問会議にてこの進捗状況と見通しなどを定期的に検証することも盛り込まれている。

「期間を定めない資産買入れ」の導入については、筆者の予想よりも早く、“早期に実現”とした物価目標達成時期も踏み込んだ印象がする。ただし、2014年以降はこれまで基金で購入してきた国債の期限到来も増えるため、月額13兆円の国債を購入しても年間の残高増加は10兆円に過ぎず、それ以降も残高が維持される程度の効果であることから、決定会合後の株式市場では失望売りが優勢となった。また、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等による金融緩和の時間軸についても、従来は「1%が見通せるようになるまで」としていたが、今回「それぞれ必要と判断される時点まで」と変更され、曖昧になった。

今回2%の物価目標が導入されたが、同時に公表された展望レポートでは2014年度でも物価上昇率は0.9%留まりであり、手段も含めて達成への道筋はよく見えない。一方、今後3ヵ月に一度の頻度で経済財政諮問会議への報告が課せられたことで、日銀への圧力が弱まることはないだろう。

今回はおそらく組織防衛の観点から2%の物価目標を飲まざるをえなかったとみられるが、導入してしまった以上はその達成と説明に対する責任が発生する。日銀が今後どのような政策手段を打ち出してくるのか、目先の注目点はその舵取りを担う次期日銀正・副総裁人事である。

展望レポート(13年1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)
12年度	今回	1.0%	-0.2%
	前回	1.5%	-0.1%
13年度	今回	2.3%	0.4%
	前回	1.6%	0.4%
14年度	今回	0.8%	(0.9%)
	前回	0.6%	(0.8%)

(注) 前は12年10月時点の見通し

14年度のコアCPIは消費増税の影響を除

(資料) 日本銀行

(FRB) 維持

FRB は 1 月 29～30 日に開催された FOMC（連邦公開市場委員会）において現行金融政策の維持を決定した。政策金利を据え置くとともに、MBS と長期国債合わせて月額 850 億ドルの買入れも継続する。前回仕組みの変更を加えた時間軸にも変更はない。

声明文では、景気について、「経済活動はここ数ヶ月停滞した」との認識を示したが、それは「天候関連の混乱やその他の一時的な要因が主因」である旨説明している。先行きについても、「適切な緩和政策によって、経済成長は緩やかなペースで進み、失業率も FOMC が 2 つの責務に整合すると判断するレベルに向かって徐々に低下すると予想」と、回復シナリオを維持している。

また、国際金融市場の緊張に関しても、引き続き経済見通しの「下方リスク」と指摘し、警戒は解いていないものの、「幾分緩和した」と前向きに評価しているうえ、「著しい下方リスク」という従来の表現からトーンを弱めている。

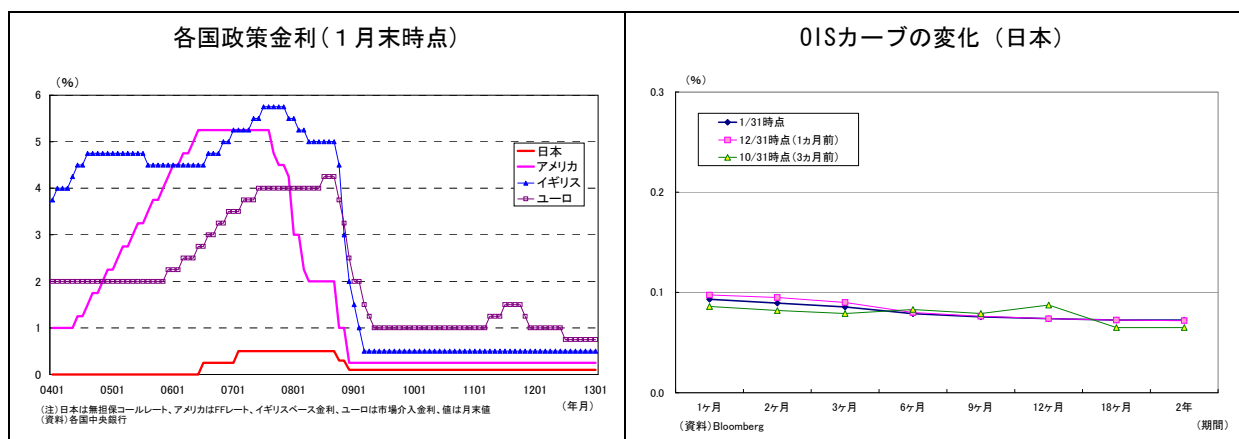
全体的に内容・スタンスに大きな変化は見られないが、12 月 FOMC 議事録で明らかとなり、市場が最も気にしている「QE3 の縮小・停止に関する言及・議論」が今回もあったのかどうかは不明であることから、後日公表される議事録への注目度は高い。

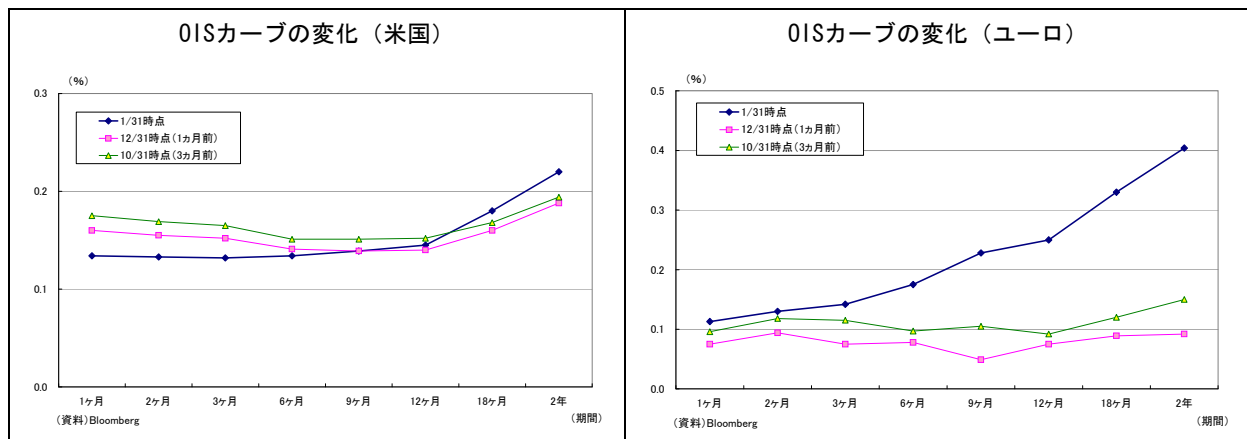
(ECB) 維持

ECB は 1 月 10 日に開催された定例理事会にて、政策金利を 0.75% に据え置くことを決定した（全会一致）。前回 12 月の総裁会見でドラギ総裁が政策金利について幅広い議論が行われたことを明らかにし、利下げについても討議したことを認めたため、市場では事前の利下げ観測も燦っていたが、見送りとなった。

ドラギ総裁は記者会見において「金融市場の状況は大きく改善し、景気指標にも幅広い安定がみられる」と現状を前向きに評価、その根拠となる事例を列挙している。

ただし、ユーロ圏の経済見通しについて、声明文では「弱含みは 2013 年も続く見通し」「2013 年の後半に経済活動が徐々に回復する」と従来の見通しを維持している。さらに見通しには依然として下ぶれリスクがあるとし、金融緩和の出口戦略についても「現在は検討していない」と説明するなど、慎重な姿勢も崩していない。当面は利下げオプションを残しつつ、様子見姿勢を続ける方針を示唆している。





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 1 月末時点における利回り曲線を見ると、日本は先月末から変化が見られない。一方、米国は 1 年超ゾーンがややスティープ化、ユーロ圏も 3 ヶ月以上ゾーンで金利が大幅に上昇、スティープ化している。米国については QE3 の停止・縮小観測の台頭が影響しているとみられる。ユーロ圏については、1 月の ECB 理事会後のドラギ総裁会見にて、利下げ観測が後退したうえ、昨年実施した LTRO（長期リファイナンスオペ）の繰上げ返済が予想を上回る見通しとなったことで、金利の先高感がかなり強まっているようだ。

3. 金融市場(1 月)の動き：円安進行、ユーロは上昇、長期金利は低下

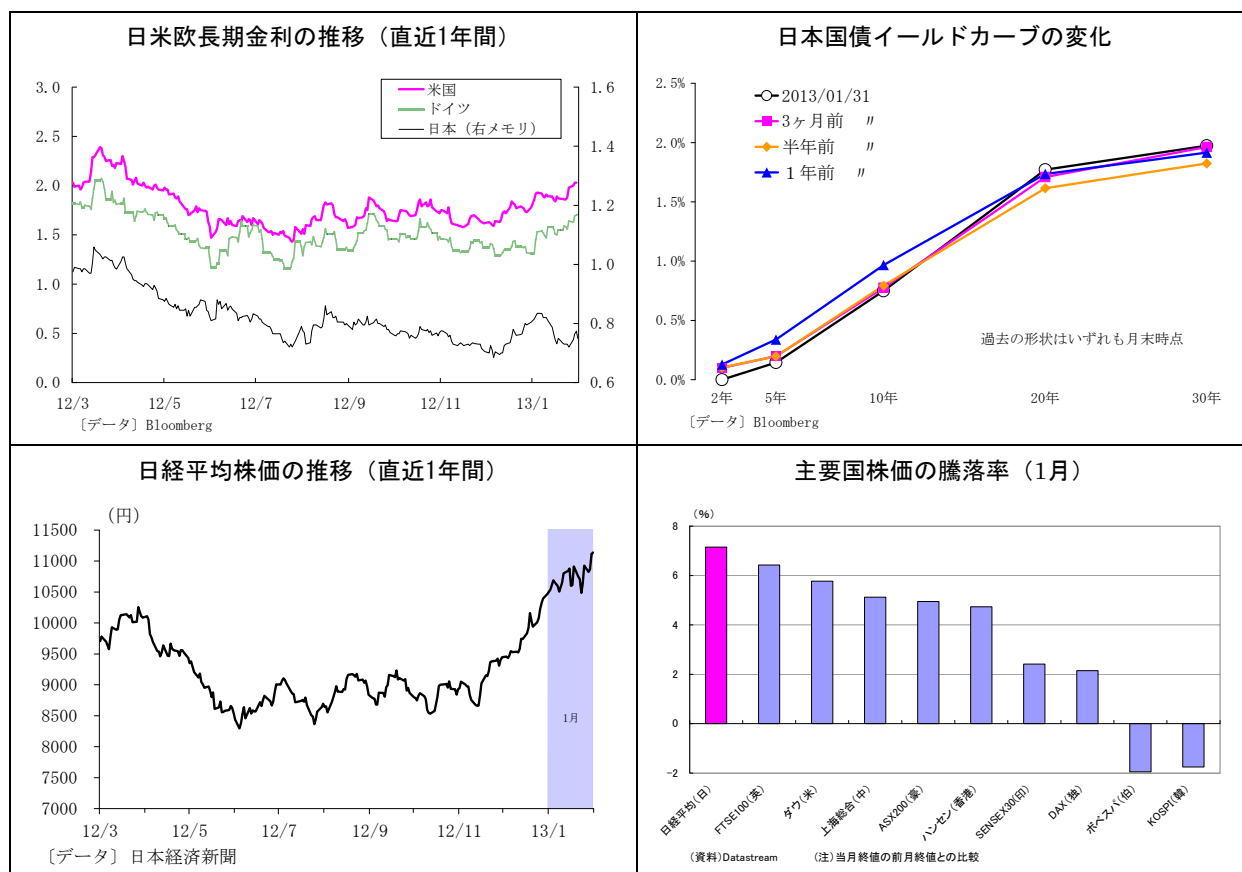
(10 年国債利回り)

1 月の動き 月初 0.8% 台前半からスタートし、月末 0.7% 台前半に。

月初は株高や米金利上昇、補正予算編成に伴う国債増発懸念などから、0.8% 台前半での推移が続く。その後は日銀による追加緩和観測により 15 日には 0.8% の節目を割り込み、翌 16 日には 0.7% 台前半に。18 日には株価の急上昇を受けて一旦 0.7% 台半ばに上昇したが、再び金融緩和期待が優勢となり、0.7% 前半に戻る。実際に日銀追加緩和を受けた後もこの水準での推移が続いたが、株高・米金利上昇を受けて月末は 0.7% 台半ばで着地した。

当面の予想

2012 年度補正予算、13 年度予算の全体像がほぼ見えたことで財政懸念はやや後退している。一方で、1 月の日銀決定会合を経て、今後の緩和強化路線が確実となったことから、金利低下圧力は健在。当面はこの低下圧力と高値警戒感との攻防で 0.7% 台の推移を予想する。なお、政府は中期的な財政再建の道筋を示しておらず、今後も補正予算編成の可能性が残ることから、市場の警戒感は燦々している。財政絡みの一時的な金利上昇局面は今後も想定に入れておくべきだろう。



（ドル円レート）

1月の動き 月初 87 円半ばからスタートし、月末 91 円台前半に。

月初は米財政の崖の一旦回避に伴い 87 円台後半でのスタートになった。しばらく 88 円を挟んだ展開が続いたが、11 日には 11 月の大幅経常赤字発表を受けて 89 円台へと下落。その後は政府・与党要人による円安警戒発言で一旦 88 円台前半に調整したが、直後の円安擁護発言を好感する形で 18 日には 90 円台へ。以降も日銀決定会合への失望から一旦 88 円台へ上昇した直後に CPI 低下を受けて 90 円台に戻すなど不安定な動きとなり、月末は 91 円台前半となった。

当面の予想

1 月日銀決定会合後は材料難の色彩が強まり、円安の動きに一服感が出ていたが、本日は 92 円台前半を記録した。今月中旬からは次期日銀総裁人事が本格的に動き出すが、「緩和積極派の中の誰を選ぶか」というイベントであり、円安材料として働くだろう。一方、海外では中旬の G20 での円安けん制懸念、下旬のイタリア総選挙、来月初に控える米強制歳出削減発動など、円安の逆風となり得るイベントが続く。大崩れはないが、事態の成り行き次第では円高へやや巻き戻す可能性も。

（ユーロドルレート）

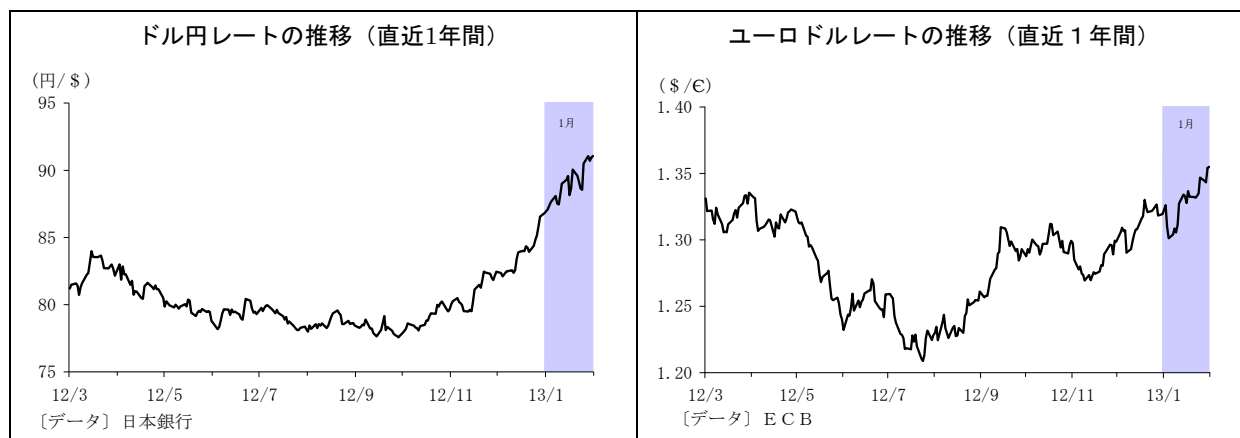
1月の動き 月初 1.32 ドル台後半でスタートし、月末 1.35 ドル台半ばに。

月初は米財政の崖の一旦クリアを受けたドル高が進み 4 日には 1.30 ドル台となる。その後しばらく 1.30 ドル台での推移が続いたが、ECB 理事会の結果を受けて利下げ観測が後退したことで、13 日には 1.33 ドル台前半にまで上昇した。以降も同水準での推移が続いたが、昨年実施した ECB の LTRO（長期リファイナンスオペ）の繰上げ返済が予想を上回る見通しとなったことで、ECB の資金

供給縮小が意識され、25日には1.34ドル台後半と一段高に。月末は1.35ドル台半ばで着地した。

当面の予想

足元は1.36ドル台に。世界的なリスク・オンの流れとECBのバランス・シート縮小がユーロの追い風になっているが、ファンダメンタルズの相対的な弱さを考えると買われすぎの感が強い。また、ユーロ相場の上昇自体がユーロ圏経済の逆風となり、重債務国の財政再建や救う側のドイツの支援余力を削ぐことで、世論の反発を通じて危機再燃に繋がる可能性もある。足元の過熱感に加え、今月下旬の上記欧米イベントへの警戒から、ユーロドルは次第に弱含む可能性が高いと予想。



金利・為替予測表（2013年2月1日現在）

		2012年	2013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）	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	
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）	1.7	2.0	2.1	2.3	2.5	
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	1.7	1.9	2.1	2.2	
円ドル（平均）		81	90	87	89	90	
ユーロ・ドル（平均）		1.30	1.32	1.30	1.28	1.28	
円・ユーロ（平均）		105	119	113	114	115	

（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。