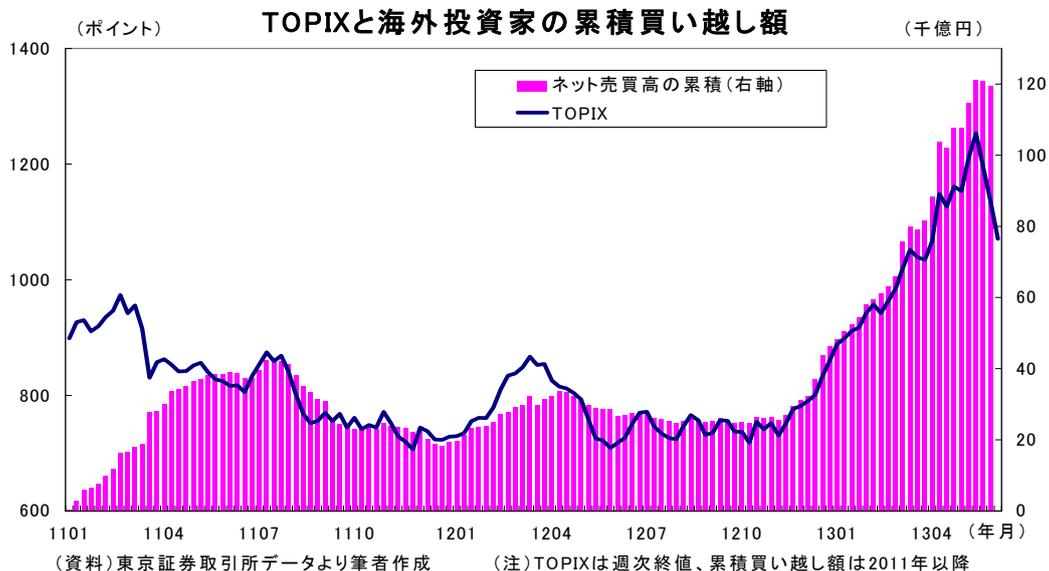


Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(6月号) ～海外マネーの逆回転が最大のリスク

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. **(株価)** 株式市場の大荒れが続いている。その最大要因とされるのが米 QE3 の早期縮小観測だ。では何故米株よりも日本株の方が不安定化・下落しているのだろうか。そこには「過熱感の高まり」、「長期金利の不安定化」、「成長戦略への失望」という日本固有要因の存在が挙げられる。そして、今後の相場のカギを握るのは海外投資家の動向だ。海外投資家の資金が巻き戻されることになれば、マイナス・インパクトは大きい。彼らのマインドを根本から左右するのは米金融政策だが、QE3 の縮小・停止はいずれ避けられない。市場が「まだ早い」とみなす段階での実施となれば、投資家マインドにマイナスに作用する。その時、日本株への影響を抑えるためには、上記のうち、「長期金利」と「成長戦略」が重要になる。日銀が長期金利の変動・上昇を抑制できるか？政府が今回先送りした分も含めて成長戦略を実行できるか？その行方次第で海外投資家は日本株への資金配分を変えてくるだろう。
2. **(日米欧金融政策)** 5月は日米中銀が金融政策を現状維持としたが、ECB が利下げを実施した。米国では引き続き量的緩和の出口に関する活発な議論が行われており、要人による言及も多い。これらの動きを受けて、従来よりも早期の縮小観測が高まっている。
3. **(金融市場の動き)** 5月の金融市場は、円安ドル高、ユーロドルは若干下落、長期金利は大きく上昇した。当面のドル円は上値が重い展開を基本として、株価に振られる展開を予想。そのほか、ユーロは堅調に推移し、長期金利は若干低下すると見ている。



1. 株価：海外マネーの逆流が最大のリスク

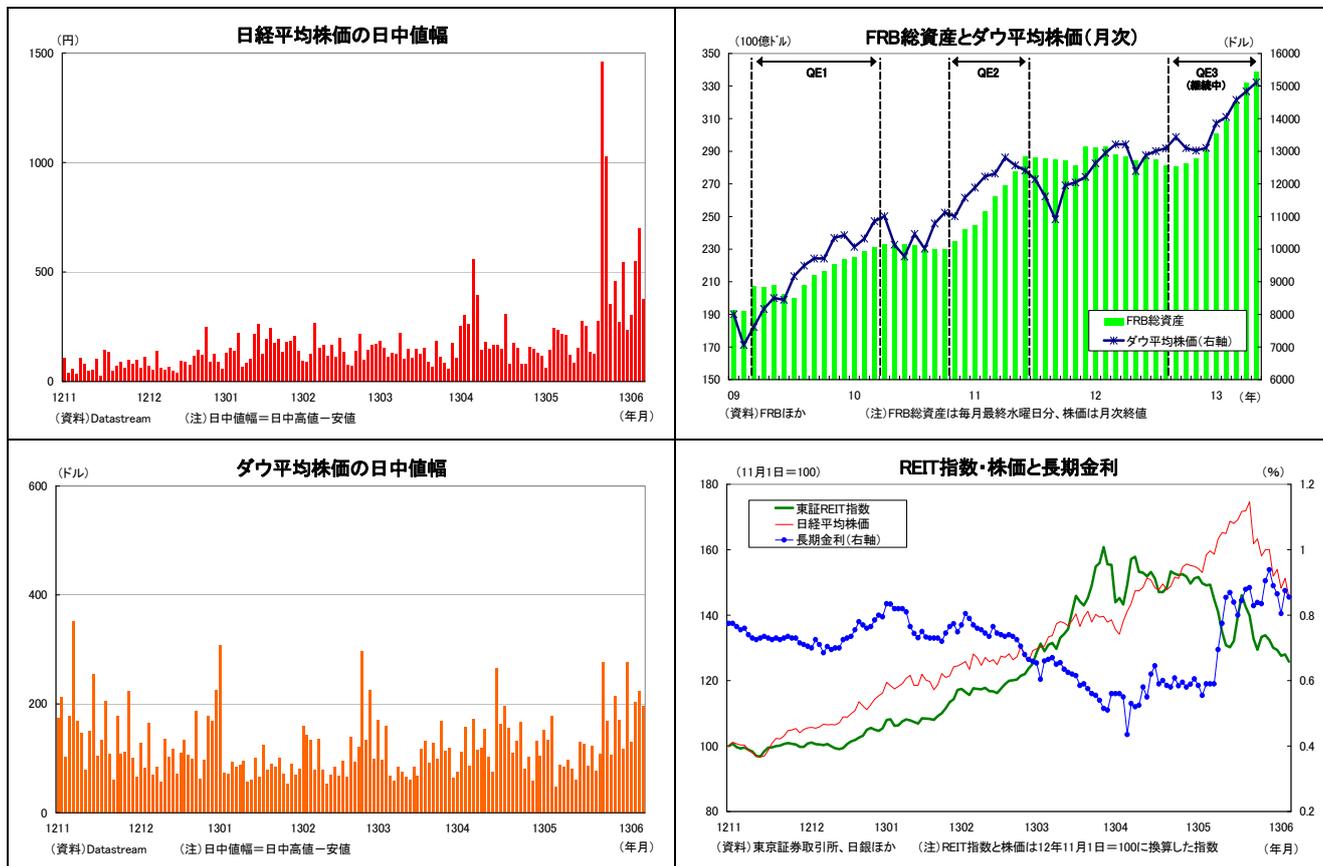
日本株式市場の大荒れが続いている。乱高下を繰り返しつつ大幅に下落しており、日経平均株価の直近ピーク（5月23日の15600円台）からの下落幅は3000円弱に達している。しかもこの間たったの2週間だ。

（米株は小雨⇄日本株は嵐の構造）

この乱高下の発端は5月23日であり、同日の日中値幅は1459円に達した。その後も値幅が500円を越える日が連発するなど、株式市場の動揺は未だ収束していない。そして、その最大の要因とされるのが、米量的緩和第3弾（QE3）の早期縮小観測だ。日本株乱高下開始の前日にあたる22日にバーナンキFRB議長の議会証言があり、年内の縮小を否定しなかったことで縮小観測が一気に高まった。

実際、QEと米株値の相性は抜群だ。過去のQE局面を見ると、QE1（09年3月～10年3月末）、QE2（10年11月～11年6月末）ともに期間中のダウ平均は極めて順調に上昇した。FRBがバランスシートを拡大させることで大量の資金供給を行うことは、実体経済の下支えとなるとともに投資家のマインドを勇気付ける。しかし、QE終了後はこの効果が剥落し、過去2回とも軟調気味となった。そして、米株の変動は日本株にも波及する。

現在進行中のQE3は月額850億ドルの債券購入という規模の大きさとともに、「期間をあらかじめ定めない」（「雇用の見通しが十分に改善するまで継続」）としている点が過去のQEと異なる。したがって、効果も強いが、縮小やその後の停止時期を巡って市場の観測が揺れ動きやすいという副作用を持っており、今回はその副作用が出た形と位置づけられる。市場は「景気は回復基調だけど、緩和はまだまだ続く」というこれまでの居心地の良い環境が失われることを警戒している。



ただ、それでは何故当事国である米国の株式市場よりも日本の方が不安定化・下落しているのだろうか。ダウ平均の日中値幅を見ると、確かに5月22日を境に時系列では変動が大きくなってはいるが、日本とは比べものにならないほど変動幅は小さく、また株価の下落幅も小さい。

その理由はいくつかの要因が複合しているとみられる。一つは「過熱感の高まり」だ。5月22日時点の株価とその25日移動平均との上方乖離利幅を見ると、ダウ平均の2.3%に対し、日経平均は10.1%と大きく上回り、日本株の過熱感が相対的にも高まっていた。

また、「長期金利の不安定化」も見逃せない。日銀の異次元緩和以降、本邦長期金利の動きが不安定化し、上昇していた。金利の不安定化・上昇は多くの企業にとって逆風となる。実際、株価と歩調を合わせるように上昇してきたREIT指数は金利上昇の影響を受けやすく、株価よりかなり前に下落基調に転じており、また株価の中でも不動産株は全体より先に軟調になっていた。

さらに、「成長戦略への失望」が影響している可能性もある。5日の首相講演で一応出揃ったが、大胆な規制改革や法人税減税は見送られたため、直後に日本株は下落した。また、報道ベースでは、5月中にはこれらの方向性が伝えられており、アベノミクスで最重要とされる成長戦略への期待が前もって剥落しつつあった可能性もある。

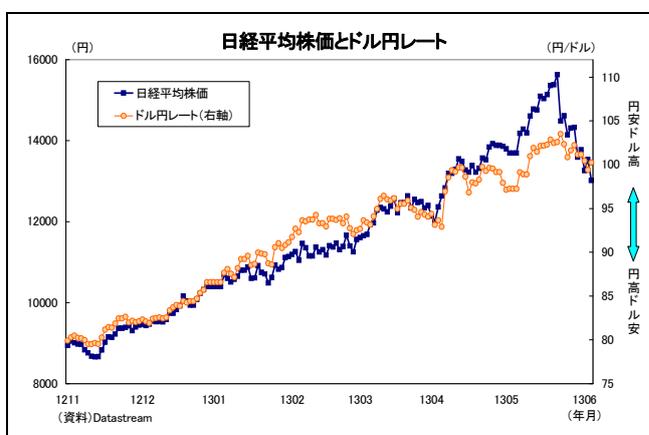
先物取引や高速自動取引が相場の振幅を増大させた面もあるだろうが、そもそも、日本株には上記のような「そうなるべき固有の要因」があったと考えられる。結果、市場の相場観が大きく揺れ動き、投資回収が誘発されたことで、米株に対して日本株の不安定化・下落が増幅されたと考えられる。

（海外マネーの逆回転が最大のリスク）

しばらくは不安定な展開が続くそうだが、今後の中期的な相場のカギを握るのはやはり海外投資家だ。海外投資家はこれまで急ピッチに日本株を買い増し、株価上昇の原動力となってきたためだ（表紙図表参照）。2011年初を起点とすると、海外投資家は東証一部で12兆円買い越しており、その累積買い越し額と東証株価指数（TOPIX）の相関係数（1の場合に完全連動を示す）は0.79と、かなり強い連動性が認められる。今後も海外投資家の日本株買いが続けば株価は持ち直すが、12兆円が巻き戻されることになれば、日本株へのマイナス・インパクトは極めて大きい。

海外投資家のマインドを根本から左右するのは、やはり米金融政策だが、QE3を未来永劫続けるわけにはいかないため、いずれ縮小・停止が見えてくる。その際、米国の実体経済が勢いついていけば影響は抑制されるものの、市場が「まだ早い」とみなす段階でのQE3の縮小・停止は投資家マインドにとって明らかにマイナスに作用する。また、そうした観測が高まるだけで、今後も悪影響が出るのは避けられない。

その時、日本株への影響を抑えるためにはどうしたらよいのか。ちなみに円安はあまりあてにしない方がよい。米量的緩和の後退は本来円安ドル高要因なのだが、今回明らかになったように、投資家のリスク回避姿勢が極端に高まると、その間はむしろ逆に円高ドル安となってしまう、株価をサポートする材料とはならない。



そうなる、やはり上記に記載した今回の日本株不安定化・下落の増幅要因のうち、「長期金利」と「成長戦略」が重要になってくる。日銀が長期金利の不安定化や上昇を抑制できるか？政府が今回先送りした規制緩和等も含めて成長戦略を補強し、着実に実行に移していけるのかどうか？海外投資家は冷静な視線で見極め、日本株への投資資金の配分を変えてくるだろう。

2. 日米欧金融政策（5月）：ECBが利下げを実施

（日銀）維持

日銀は5月21～22日に開催された決定会合において、金融政策を「現状維持」とした（全員一致）。今後も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に、国債等の資産買入れを継続する。4月に「量的・質的金融緩和」（俗に言う異次元緩和）を決定したばかりであり、事前の追加緩和観測は無く、大方の予想通りの結果であった。

なお、声明文における景気判断は「持ち直しつつある」とし、4月の「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」から上方修正された。上方修正は5ヵ月連続となる。

会合では、現在「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としている2%の物価安定目標について、木内委員より、「（同目標の実現は）中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置づける」との議案が提出されたが、1対8の反対多数にて否決された。

会合後の総裁会見では、異次元緩和導入後に不安定化かつ高止まりしている長期金利について質問が集中した。黒田総裁は、「量的・質的金融緩和による強力な金利低下圧力のもとで、長期金利が跳ね上がることは予想していない」としつつも、「直ちに金利が上がるとも言えないし、上がらないとも言えない」、「（長期金利は）中央銀行が完全にコントロールできるものとは違うというのは、その通り」など、従来言っていた「イールド・カーブ全体を押し下げる」という内容からだいぶトーンが変わってきている。

いずれにせよ、債券市場は未だにボラティリティが高く、買い控えが起きている。したがって、目先の注目点は日銀が打ち出す沈静化策の効果となる。また、今後の追加緩和の可能性に関しては、4月展望レポートで打ち出したシナリオと現実のギャップが焦点となる。現在はまだ様子見期間だが、両者のギャップが目立ち始めると、政治や市場からの追加緩和圧力が高まるだろう。

（FRB）維持

FRBは4月30日～5月1日にかけて開催した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850億ドルの資産買入れも継続する。「失業率が6.5%を上回る（かつインフレ見通しが2.5%以下）間は継続」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、経済活動について「緩やかなペースで拡大している」とし、先行きについても、「緩やかなペースで成長する」との認識を示した。経済指標下ぶれを受けて、内容がトーンダウンするとの予想もあったが、景気認識は前回とあまり変わっていない。

一方、財政政策については、「財政政策が経済成長を抑制している」と、前回の「財政政策の制約が幾分か強まった」から表現を強めた。また、QE3についても、「買入れペースを増加もしくは縮

小する用意が出来ている」という文言を追加している。

ここ数ヵ月、FRB に関する市場の関心は「QE3 のペース縮小・停止はいつになるのか？」という点に集中してきた。その意味で5月も FOMC 議事録や要人発言への注目度は高かった。

まず 22 日に公表された FOMC 議事録（4 月 30 日～5 月 1 日分）では、多くのメンバーが、「買入れペースの縮小には雇用回復がより進展や見通しの確信の高まり、もしくは下ぶれリスクの縮小が必要」という認識を示した。しかしながら、数人のメンバーは、「成長が十分に強く持続的であることを裏付ける情報が得られた場合には、（次回）6 月の FOMC において買入れペースを縮小することに意欲を示した」一方で、数人のメンバーは、「インフレ率がさらに落ち込むようなら、追加緩和が正当化される」と表明するなど、緩和を巡るスタンスには、FRB 内でバラつきがあることが一層鮮明になっている。このあたりの状況が声明文において「増加と縮小」の両方が記載された背景にあるとみられる。

また同日に行われたバーナンキ議長の議会証言では、早期の縮小に慎重な姿勢を示しつつも、質疑では「雇用の回復が確認できれば、今後数回の FOMC で買入れペースを縮小できる」との認識を示した。

これら一連の内容を受けて、市場では「従来予想時期と比べて QE3 の縮小は近い」との認識が広がった。

（ECB）利下げ

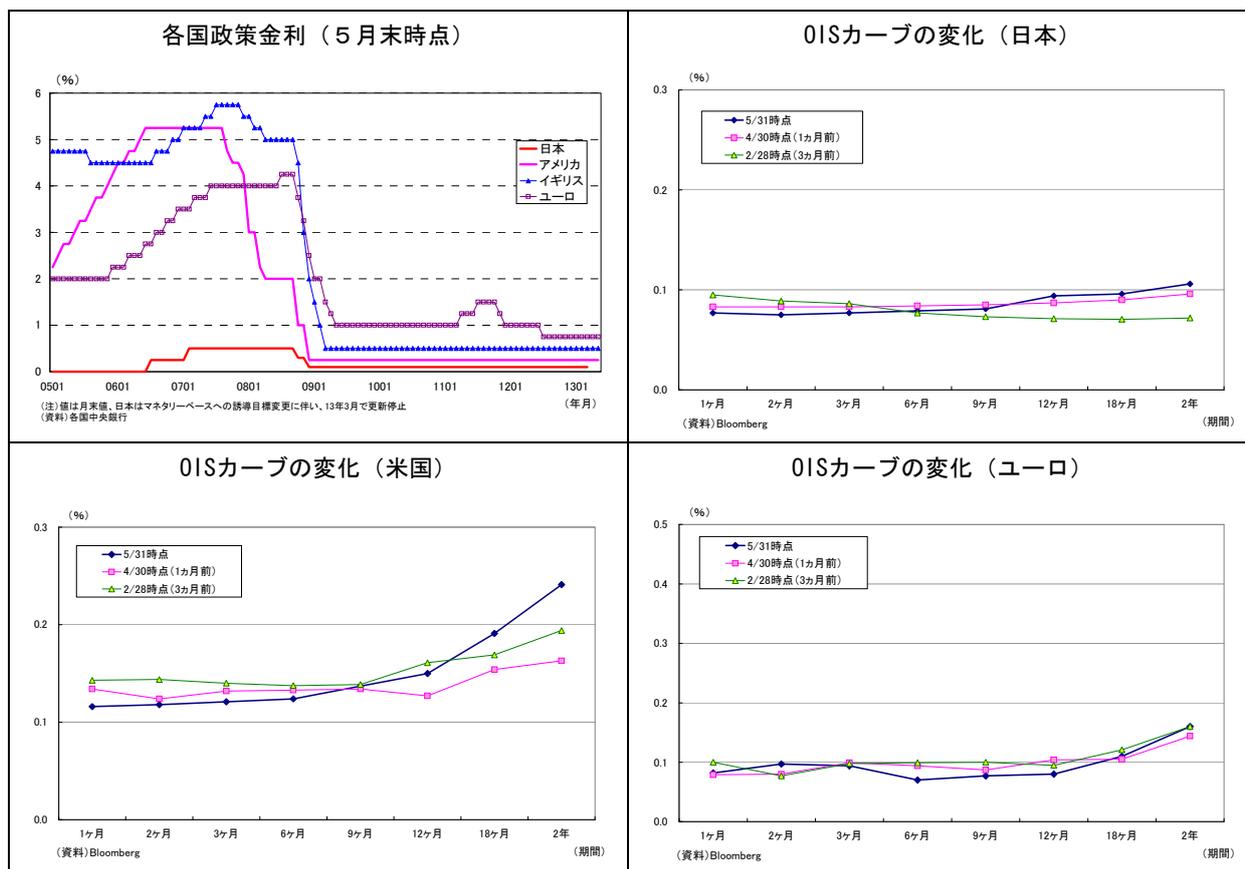
ECB は 5 月 2 日に開催した定例理事会において、10 ヶ月ぶりとなる利下げを決定した。政策金利（主要リファイナンス・オペ金利）を 0.75% から過去最低の 0.50% へと 0.25% 引き下げた。下限金利である預金ファシリティ金利は 0% で据え置いている。

理事会後の会見において、ドラギ総裁は「今回の決定は中期的な物価上昇圧力が低いことと整合的である」、「景気回復の弱さが今年第 1 四半期になっても続いている」と発言、低インフレ下の景気低迷継続を利下げの理由に挙げている。

今後の追加利下げについては、「必要であれば行動する用意が整っている」と含みを残したほか、0% で据え置いた預金ファシリティ金利の引き下げについても同様の見解を示し、マイナス金利の導入を排除しなかった。

その後、今月に入り 6 日に開催した定例理事会では、政策金利の据え置きなど金融政策の現状維持を決定した。

総裁会見にてドラギ総裁は、預金ファシリティ金利のマイナス金利導入も含めて様々な政策を協議したが、「即時の行動を正当化するに十分なほどの変化はない」というコンセンサスによって、今回の決定が為されたことを明らかにしている。



政策金利¹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5月末時点における利回り曲線を見ると、米国について9ヵ月以上のゾーンで金利上昇がみられ、利上げ観測がやや高まっているとみられる。また日本についても、極めてわずかながら全般的にスティープ化の兆候がみられ、金融政策の正常化が従来よりも意識されている可能性がある。ちなみに、ユーロ圏については前月から殆ど変化はない。

3. 金融市場（5月）の動き：円安が進行、長期金利は大きく上昇

（10年国債利回り）

5月の動き 月初0.5%台後半からスタートし、月末0.8%台後半に。

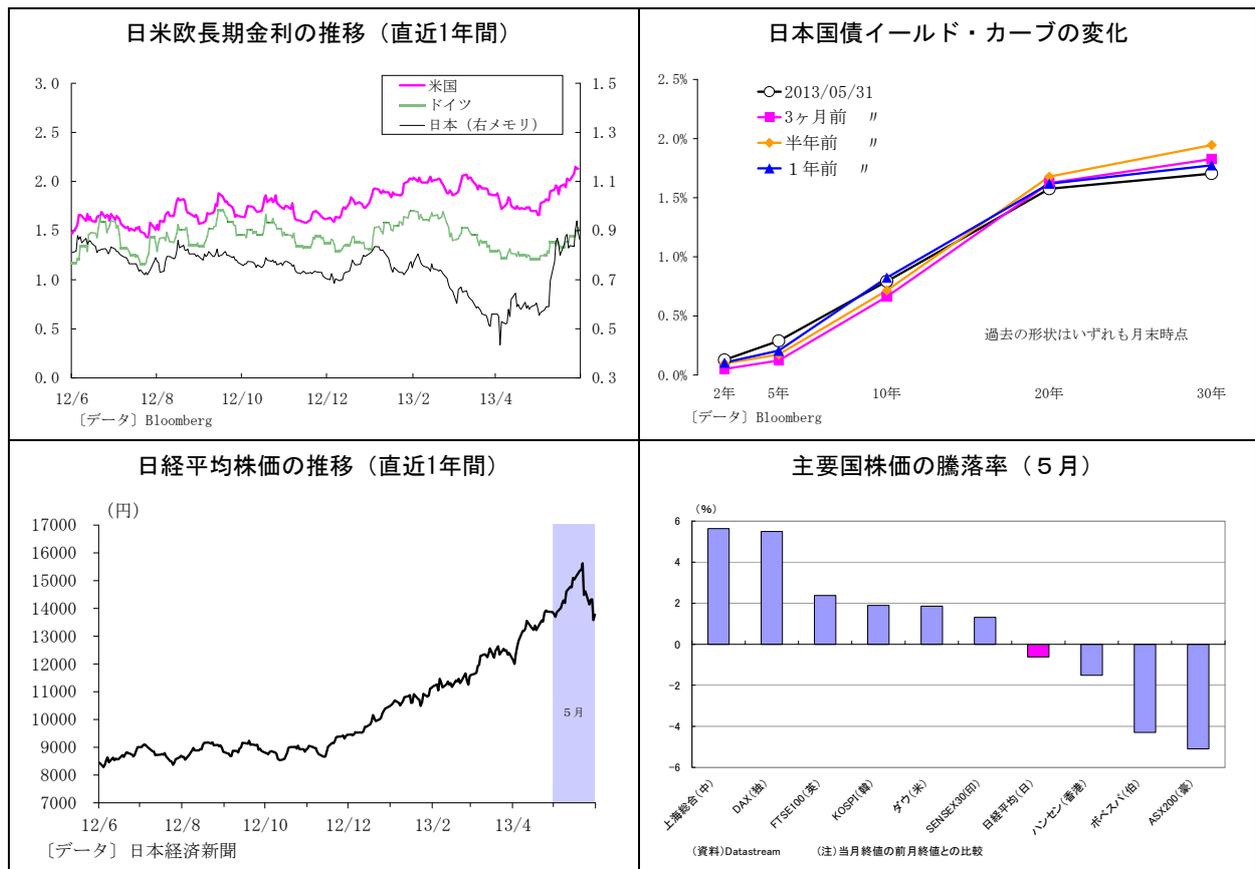
月上旬は0.5%台後半で推移。その後、円安・株高・米金利上昇の影響を受け、10日には0.7%へ上昇。ボラティリティ拡大に伴う警戒感の高まりからその後も売り優勢となり、金利上昇は止まらず、15日には0.8%台後半となる。以後も荒い展開ながら、低調な入札等を受けて高止まり、23日には時間中に一時1%に到達した。月終盤は株価の急落を受けた低下圧力と米金利上昇に伴う上昇圧力が交錯、日銀の沈静化対応もむなしく不安定な動きが継続し、月末は0.8%台後半で着地。

当面の予想

異次元緩和に伴う市場参加者の相場感の動揺は続いているとみられるうえ、株価の乱調も続きそうのため、引き続き不安定な地合いが予想される。一方、今月は国債の大量償還期にあたり債券需要が高まる可能性があるうえ、日銀も買入れオペの柔軟化など市場沈静化策を進める。債券市場にとってはある意味正念場となるが、筆者の当面の予想としては沈静化策の効果などで若干低下する

¹ 日銀は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。

余地があると見ている。来週の日銀決定会合で追加の市場対策が出てくるかも一つの焦点となる。



（ドル円レート）

5月の動き 月初97円台前半からスタートし、月末は101円に。

月初、97円台で推移した後、予想を上回る米雇用統計の内容を受けてドルが水準を切り上げ、7日には99円へ。国内投資家による外債買い越しが判明した10日には100円台に乗せ、G7での円安容認姿勢を確認した13日には101円台後半へと円安ドル高が進行した。その後、15日に102円台に乗せてからはしばし膠着したが、バーナンキFRB議長の議会証言を受けた23日には103円台に到達。しかし、その後は一転株価急落に伴う円の買戻しが優勢となり、月末は101円となった。

当面の予想

今月に入り、株価下落等に伴うリスク回避的な円高圧力が強まり、足元は97円付近となっている。日米金融政策の方向性の違いや本邦貿易赤字といった円安材料は存続しているものの、ドル円が再び上昇に向かうには株価の安定が必要であり、しばらくは期待薄。ドル円は上値が重い展開を基本として、株価に振られる展開を予想。本日の米雇用統計結果が目先の最大の焦点だが、内容が良くても、QE3縮小観測に伴う株安によって円高圧力が高まる可能性があるため、注意が必要。

（ユーロドルレート）

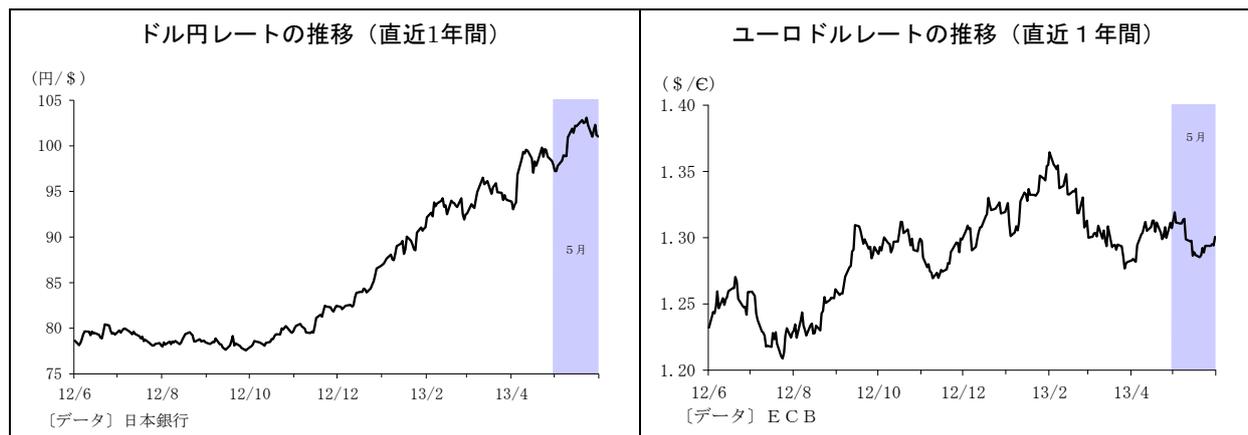
5月の動き 月初1.31ドル台前半でスタートし、月末1.30ドル台前半に。

月初、利下げ観測が高まったものの、利下げによる景気浮揚効果や世界的なリスクオン地合いを背景に底堅く推移、2日のECB理事会での利下げを受けてもしばらく1.31ドル台をキープ。その後、米新規失業保険申請数の改善などを受けたドル高により、10日には1.29ドル台へと下落。さらに、ユーロ圏1-3月期GDPのマイナス継続を受けた15日には1.28ドル台まで弱含む。月終盤は米経済

指標の下ぶれを受けて上昇し、月末は1.30ドル台前半で引けた。

当面の予想

足元はマイナス金利導入観測の後退で1.32ドル台となっている。引き続きユーロ圏の経済指標に前向きに評価できるものはあまりないため、上昇余地は少ないと考えるが、一方で、①債務危機が沈静化かつ目先に緊迫化しそうな材料は見当たらないこと、②内需低迷が輸入減少という形で経常収支の黒字を拡大させていることが下支え要因となる。従って、当面は引き続き堅調な推移を予想する。ユーロ側の材料よりも、米国側の材料で変動しやすいだろう。



金利・為替予測表 (2013年6月7日現在)

		2013年				2014年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
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)	1.9	1.9	2.2	2.4	2.5
ユーロ圏	ECB市場介入金利 (期末)	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.5	1.4	1.8	2.0	2.1
ドル円	(平均)	92	99	101	103	105
ユーロドル	(平均)	1.32	1.31	1.28	1.29	1.29
ユーロ円	(平均)	122	129	129	133	135

(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。