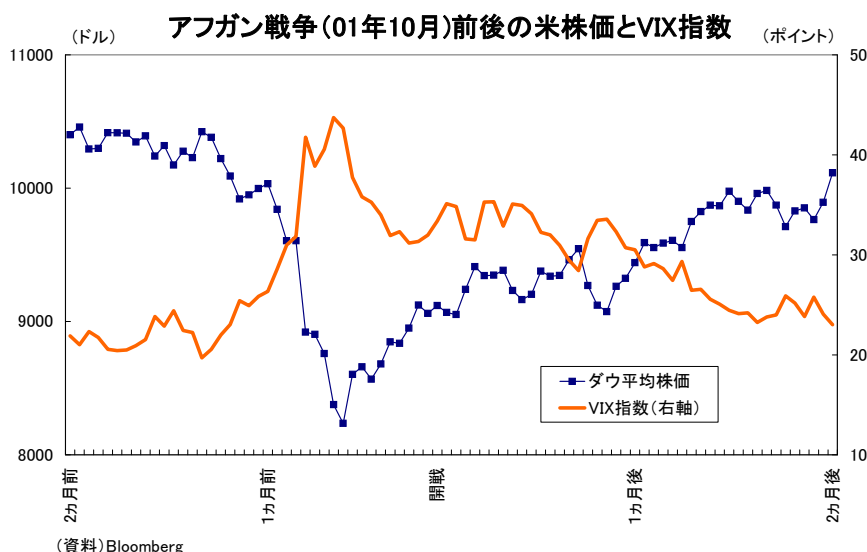


Weekly エコノミスト レター

金融市場の動き(9月号) ～迫り来るQE3縮小とシリアという関門

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. **(株価)** 今月の日本株市場はにわかには正念場の雰囲気が高まっている。まず、今月の最重要テーマはQE3の縮小だ。実際に今月決定される確証はないが、仮に見送りとなっても、年内に縮小が開始される可能性が高い。QE3の縮小に対して米株価がどのような反応をするかが日本株にとって重要になる。これまで日本株を継続的に買って来たのは海外投資家だからだ。過去のQE終了後の株価動向から考えると、QE3縮小が日本株の大きなリスク要因であることは否定できない。米株安となれば、円安を通じた日本株上昇も期待できないだろう。そして、もう一つの重要テーマはシリア情勢だ。過去のアフガン、イラク両戦争当時の米株価をみると、ともに開戦以降下落はしていないが、事前に織り込まれていたためと考えられる。今回は警戒感が殆ど出ていないため、「武力介入の実行」や「戦闘長期化懸念の発生」時には、そこで株価が織り込みにいき、下落する可能性がある。迫り来るこの2つの関門をクリアすることが日本株再浮上の大きな条件となる。
2. **(日米欧金融政策)** 8月の金融政策は日米欧ともに現状維持となった。米金融政策をうらなう意味で注目の高かった7月FOMC議事録だが、QE3縮小開始時期を読み取れるような情報は殆ど無く、決定的な手掛かりが無いまま焦点の9月を迎えることに。
3. **(金融市場の動き)** 8月の金融市場は、ドル円、ユーロドルともにほぼ横ばいとなり、長期金利は低下した。今月は材料多く波乱含みだが、リスクオン地合いにはなりにくく、円安トレンドは難しいと見る。長期金利は横ばい圏内を予想。



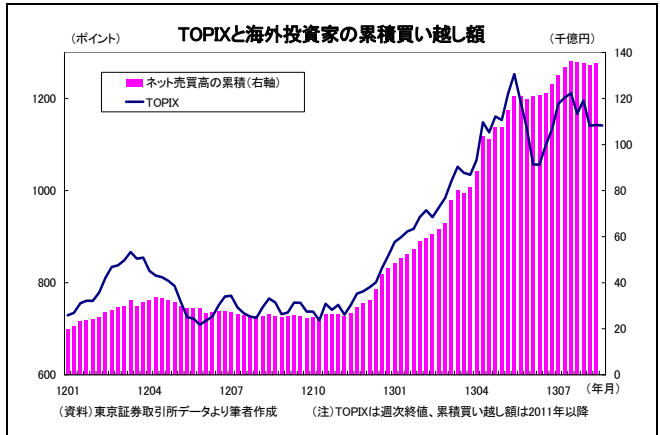
1. 株価：迫り来るQE3縮小とシリアという関門

8月の日本株は材料難の夏枯れ相場となり、一進一退の推移が続いたが、今月にはにわかに正念場の雰囲気が高まっている。市場の状況を一変させかねない“QE3（米量的緩和第3弾）の縮小”と“シリア問題”が差し迫っているためだ。

（QE3縮小…株価の逆風になる可能性）

まず、今月の最重要テーマはQE3の縮小だ。実際に今月にQE3縮小が決定される確証はないが、市場ではもっぱら“9月開始説”が本命視されている。ただし、仮に今月見送りとなっても、FRBは年内の縮小開始を示唆しているため、米景気回復シナリオが崩れない限り、3カ月以内に縮小が開始される可能性が高い。

このQE3の縮小に対して、米株価がどのような反応をするかが日本株にとって重要になる。なぜならこれまで日本株を継続的に買ってきたのは海外

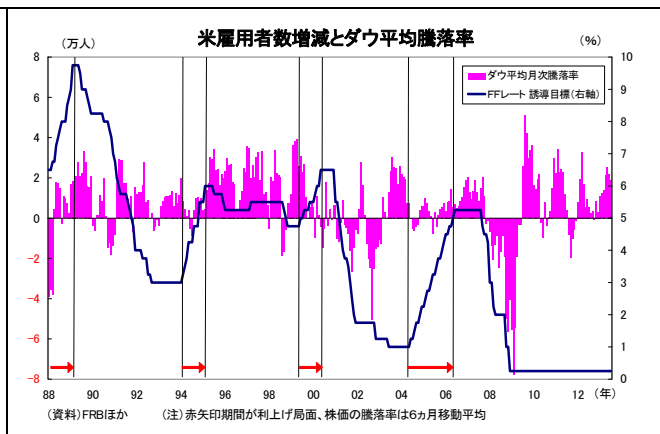
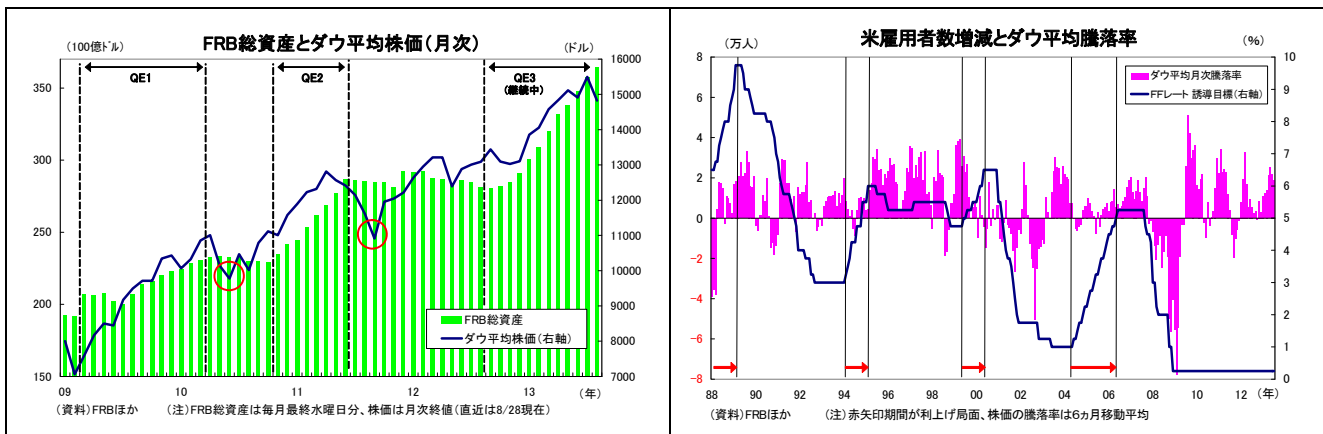


投資家だからだ。QE3縮小が米景気回復の結果として冷静に受け止められ、米株価が上昇すれば、リスク選好地合いとなり日本株にも追い風となる。一方、実質的な金融引き締めと捉えられて米株価が下落すると、リスク圧縮や損失穴埋めのため、海外投資家による日本株売りを誘発する可能性が高い。

過去のQE事例を見ると、QE1（09年3月～10年3月末）、QE2（10年11月～11年6月末）ともに終了後の株価は軟調となった。それぞれ、時期的にギリシャ危機と米債務上限問題の緊迫化という悪材料があったことも影響しているが、QE期間中との勢いの差は明確であり、QEという強力な下支えを失ったことで、投資家マインドが悪化した影響を示唆している。

なお、今回の焦点は「縮小開始」であり、QE3が終了するわけではないが、縮小開始の後には、段階的な縮小と停止、利上げという金融政策正常化へのプロセスが待ち構える。

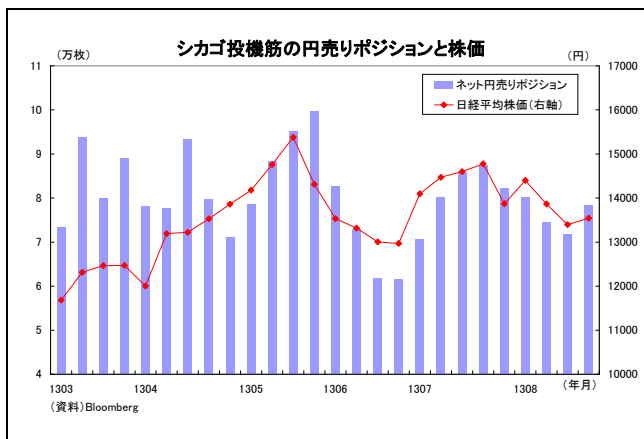
1988年以降の米利上げ局面とダウ平均株価の関係性を見ると、利上げ局面の月次騰落率は平均0.44%と、それ以外の期間の平均0.85%を下回り、金融引き締めが株価の逆風になってきたことがうかがわれる。



すなわち、過去の例から考えると、QE3 縮小（及びその後の米金融政策正常化プロセス）が日本株の大きなリスク要因であることは否定できない。

例え米株が下落しても、QE3 縮小はそもそも日米金利差拡大要因なので円安を促し、日本株をサポートするというシナリオも考えられるが、短期的にはあまり期待出来ないだろう。なぜなら、最近ではむしろ株価の動向が“主”で、為替は“従”の関係にあるとみられるからである。

実際、シカゴ投機筋の円売りポジションの推移は日経平均株価との連動性を強めている。株価が下落すると、警戒感の高まりからリスク圧縮のための円売りポジション解消（すなわち円の買い戻し）が起こりやすくなっていると考えられる。警戒感が後退するまでは、一時的とはいえ日米金利差拡大に伴う円安よりも株安に伴う円高圧力が強まりそうだ。



（シリア情勢・・・戦時の米株価動向）

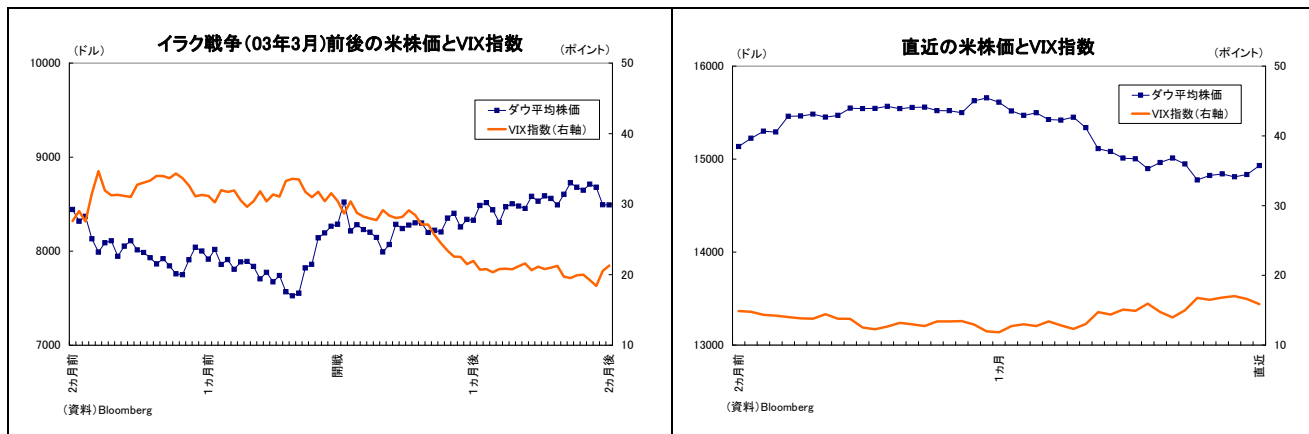
そして、もう一つの重要テーマはシリア情勢だ。シリアでの化学兵器使用問題を受けて、現在、米国などで武力介入の検討が行われている。従って、今後は、「武力介入するか否か」という点と「（武力介入した場合に）長期化・泥沼化するか否か」という点が焦点となる。

ここで、過去に米国が関与したアフガン戦争（2001年10月～、表紙図表参照）とイラク戦争（2003年3月、下表参照）当時の米株価を振り返ってみると、ともに開戦以降下落はしておらず、むしろ上昇していたことがわかる。

ただし、今回も同様になると考えるのは早計だ。そのポイントは VIX 指数にある。VIX 指数とはシカゴ・オプション取引所が作り出した「ボラティリティ・インデックス」のことで、投資家心理を示す。別名「恐怖指数」と言われ、数値が上がるほど投資家の警戒感が強いことを示す指標である。

過去のアフガン、イラク両戦争発生直前を見ると、VIX 指数は 30～40 ポイント台まで上昇しており、投資家の警戒感が高まっていた。株価も事前に警戒を織り込む形で調整していたため、開戦後はむしろアク抜け感から底堅い展開になったものとみられる。

しかし、今回は状況が異なる。直近の VIX 指数は 20 ポイントを下回っており、警戒感は殆ど出ていない。従って、「武力介入の実行」や「戦闘長期化懸念の発生」時には、そこで株価が織り込みにくいことで、下落する可能性がある。また、シリア情勢緊迫化によって QE3 縮小が先送りされた場合は、



米株安+日米金利差縮小となることで、日本株にかなりの下落圧力がかかる可能性もある。

改めて振り返ってみると、昨年11月半ばから今年5月下旬までに日本株が大幅上昇を果たしたのは、もちろんアベノミクスの貢献が大きかったが、この間に海外も含めて下振れリスクが顕在化しなかったことが大前提にある。市場では円安による企業収益改善などから未だ日本株の先高感が根強い。筆者もそのことを否定するつもりはないが、迫り来るこの2つの関門をクリアすることが日本株再浮上の大きな条件となることは疑いがない。

2. 日米欧金融政策（8月）：日米欧ともに現状維持

（日銀）維持

日銀は8月7～8日にかけて行わ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、国債等の資産買入れを継続する。

なお、最近は毎回のことであるが、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、1対8の反対多数にて否決されている。

声明文における景気判断は前回まで7ヶ月連続で上方修正されていたが、8月は「緩やかに回復しつつある」で据え置いた。一方、消費者物価上昇率については、現状を「プラスに転じている」（前は「ゼロ%となっている」）、先行きを「プラス幅を次第に拡大していくとみられる」（前は「プラスに転じていくとみられる」と、ともに上方修正している。

9月に入り、4～5日にかけて行われた決定会合でも、金融政策は現状維持となった。一方、景気判断については、「緩やかに回復している」とし、2ヵ月ぶりに上方修正した。

総裁会見では、増税決定判断の迫る消費税について、「（増税しても）経済は前向きな循環を維持し、潜在成長率を上回る成長を続ける可能性が高い」とする一方、「先送りした場合の財政に信認への影響を見通すのは難しく、国債価格の大幅下落への対応は非常に困難」とけん制した。

さらに、消費税引き上げにより景気に大きな影響が出た場合の追加緩和の可能性も示唆した。

直近7月のコアCPI上昇率は0.7%とプラス幅を拡大しており、これまでのところ日銀の展望レポートのシナリオに沿った動きを見せている。従って、当面は現状維持で様子見を続けるとみられる。しかしながら、来年4月に消費税増税が行われるとすれば、景気への下押し圧力は大きい。上記のとおり大きな悪影響が出た場合の追加緩和が示唆されているが、影響緩和という名目で政府の補正予算と併せて来年1-3月に日銀の追加緩和が行われる可能性もある。また、海外要因などで株価が底割れする事態になった際には、随時追加緩和が検討されるだろう。

（FRB）維持（開催なし）

8月はもともとFOMC（連邦公開市場委員会）が予定されていない空白月に当たり、必然的に金融政策の変更は行われなかった。前回7月FOMCではバーナンキ議長会見が行われなかったこと、ま

た今年は8月ジャクソンホール会合にて議長講演が行われなかったということもあり、市場の注目は21日公表の7月FOMC議事録に集中することとなった。

同議事録では、殆ど全てのメンバーが「証券購入プログラム（QE3）の変更は時期尚早という点で同意した」とことと、「6月の記者会見等で議長が示したQE3の工程表（年内に縮小開始、14年半ばを目処に停止）について概ね満足している」ことが明らかになった。

しかしながら、「数人のメンバーがQE3縮小開始を決定する前に追加の情報を辛抱強く見定めることを強調」する一方で、「他の数人のメンバーは6月にまとめたQE3の対処方針に沿って、証券購入の規模を幾分か縮小する時期が近いうちに訪れるとの考えを提案」するなど、FRB内での意見の相違も目立っている。

市場では「9月のQE3縮小開始」観測が強いが、同議事録に縮小開始時期を読み取れるような情報は殆ど無く、決定的な手掛かりが無いまま焦点の9月を迎えることになった。

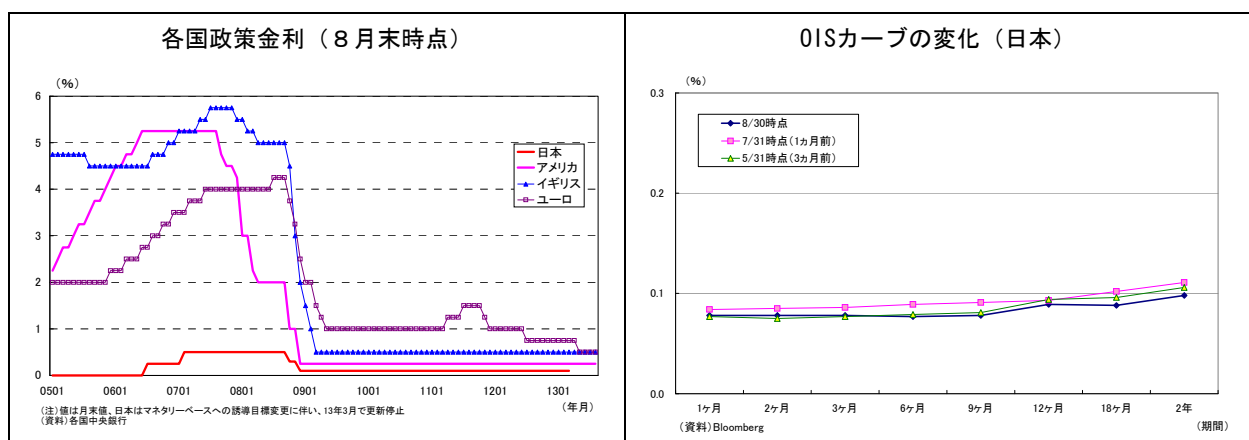
（ECB）維持

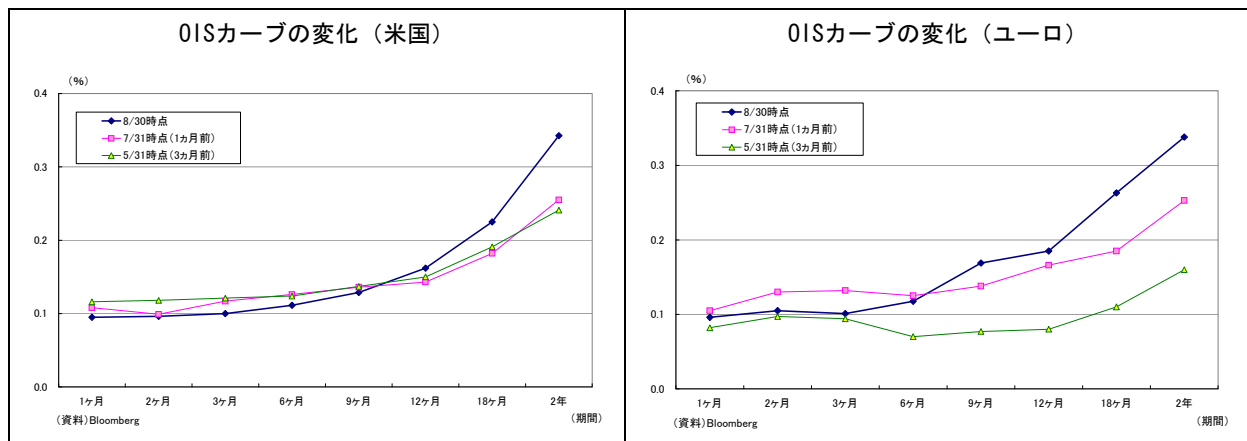
ECBは8月1日に開催された定例理事会において、金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.5%に、下限金利である預金ファシリティ金利は0.0%に据え置かれた（マイナス金利導入は見送り）。

景気認識については、「最近の景況感データは低水準からの一定の回復を示しており、経済活動が安定に向かうとの予想を暫定的に裏付けている」とやや前向きに評価しつつも、「見通しをめぐるリスクは引き続き下向き」との警戒感も示した。

総裁会見では、7月に導入したフォワードガイダンスについて、「主要金利は現状もしくはそれを下回る水準で長期にわたり据え置かれると予想される」と、前回同様の表現で改めて表明。この決定が全会一致であったことも明らかにされた。

その後、9月に入り5日に開催した定例理事会においても、金融政策は現状維持となった。フォワードガイダンスについての表現も変更なしであった。





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8月末時点における利回り曲線を見ると、日本は前月から（というか、ここ数ヵ月）ほぼ変化なし。一方、欧米については利回り曲線のステイプ化、すなわち長めのゾーンの金利上昇が著しい。ユーロ圏については8月に発表された経済指標が市場の予想よりも堅調であったこと、米国については7月FOMC議事録の内容を受けて、超低金利の時間軸が短縮化していると考えられる。

3. 金融市場（8月）の動き：為替はほぼ横ばい、長期金利は低下

（10年国債利回り）

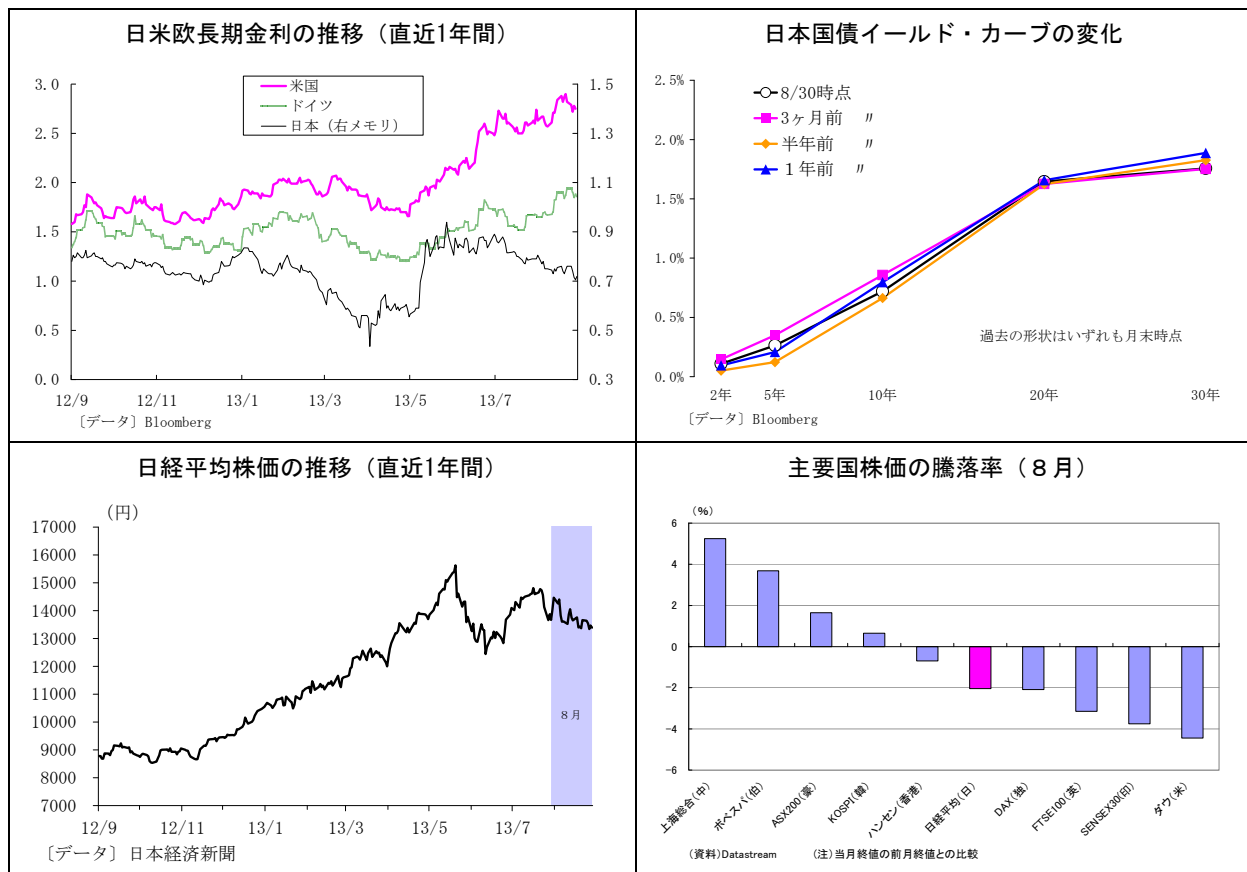
8月の動き 月初0.7%台後半からスタートし、月末0.7%台前半に。

月初、株高や米金利上昇を受けて2日に0.8%台に乗せたが、米雇用統計の弱い結果を受けて5日には0.8%を再び割り込む。米緩和縮小観測の高まりに伴うリスクオフにより、7日には0.7%台半ばとなり、その後しばらくは材料難もあって狭いレンジでの一進一退が継続。このまま膠着で終わるかと思われたが、月終盤に米国と一部欧州がシリア情勢への介入を示唆したことを受けてにわかにか情勢が緊迫化し、リスク回避姿勢が強まる形で長期金利は0.7%台前半へと低下した。

当面の予想

米国のシリアへの介入決定が先送りされたことや米経済指標の改善でリスク回避姿勢が一旦後退し、足元は0.7%台後半に。ただし、シリア情勢の不透明感は強く、しばらく市場の警戒感が金利上昇を抑制しそうだ。また、今月はQE3縮小の有無という大きなテーマがある。今夜発表の米雇用統計が鍵となるが、仮にQE3縮小となっても、米金利上昇に伴う上昇圧力と株安に伴う低下圧力が拮抗する形で、短期的な本邦長期金利への影響は限られそう。当面は横ばい推移を予想。

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。



（ドル円レート）

8月の動き 月初98円台前半からスタートし、月末も98円台前半に。

月初、米雇用回復期待を織り込む形で2日に99円台半ばまで円安が進んだが、米雇用統計の予想割れを受けた後は一転円高へ。米緩和縮小観測に伴う世界的なリスクオフの流れもあり、8日には96円台まで円が上昇。その後、安倍首相が法人実効税率引き下げの検討を指示との報道を受けたリスクオン復活により、13日には97円台へと円が売られ、以降97円台から98円台での推移となる。23日には一旦99円台に乗せたが、直後にシリア不安が高まり、月末は98円台前半で終了。

当面の予想

米国のシリアへの介入決定が先送りされたことや米経済指標の改善等を受けて、足元は99円台後半に。今月はQE3縮小の有無やシリア情勢、オリンピック開催地決定など大きな材料が多く、正直予想が難しい。QE3縮小の有無は本日の米雇用統計が大きな鍵となる。QE3縮小はセオリーとしては円安要因だが、短期的には株安を通じた円高圧力が上回りそう。一方で縮小先送りとなっても、日米金利差が縮小するため強い円安圧力は生まれにくい。当面はシリア情勢への警戒感もあってリスクオンの円安地合いになりにくく、むしろやや円高方向に振れやすいと見ている。

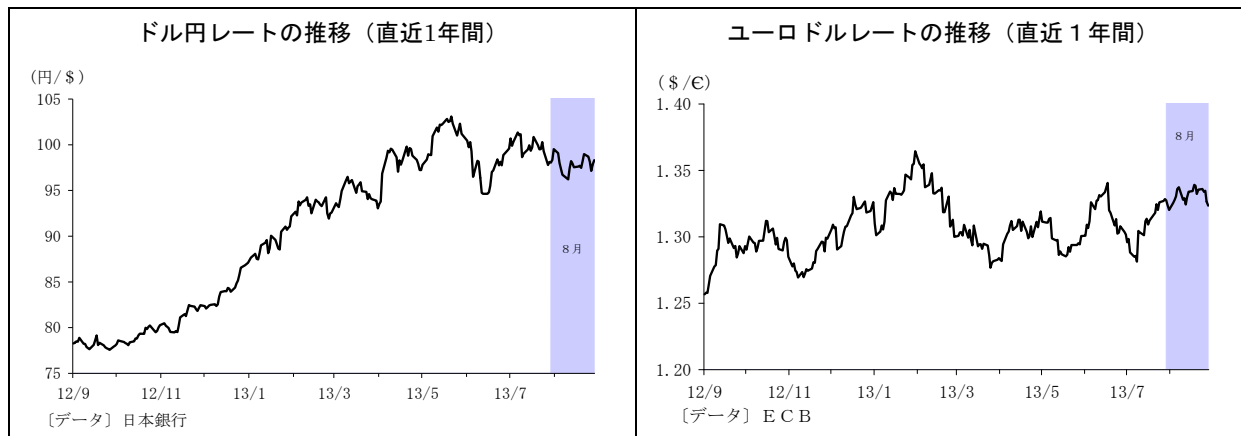
（ユーロドルレート）

8月の動き 月初1.32ドル台前半でスタートし、月末は1.32ドル近辺に。

月初、1.32ドル台で推移した後、予想を下回る米雇用統計結果を受けて上昇し、7日には1.33ドル台へ乗せる。その後、米景気回復期待から一旦1.32ドル台へとユーロが下落したが、予想を上回るユーロ圏のGDP統計を受けて上昇し、15日には再び1.33ドル台を回復。その後、米住宅指標が悪化した23日には1.34ドル台に達した。月終盤には利益確定売りや米GDP統計の上方修正を受けたドル買いに押され、月末は1.32ドル近辺で着地した。

当面の予想

足元は1.31ドル台後半。ユーロ圏経済は思ったよりも早く回復に転じたため利下げ期待が後退、ユーロは底堅い展開になっている。ECBのOMT（危機国の国債を買い入れる枠組み）による危機抑止力と経常収支の黒字もサポート材料になっている。ただし、ユーロ圏の景気回復力は今後も弱く、上値を追う展開にはなりにくい。ユーロドルは当面は横ばい圏内の動きを予想する。数ヶ月タームでは、ドル高圧力の発生に伴ってユーロがやや弱含みそうだ。



金利・為替予測表(2013年9月6日現在)

		2013年			2014年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.7	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)	2.0	2.7	2.9	3.0	3.1
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.4	1.8	2.0	2.1	2.3
ドル円	(平均)	99	99	102	104	105
ユーロドル	(平均)	1.31	1.32	1.29	1.29	1.30
ユーロ円	(平均)	129	130	132	134	137

(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。