

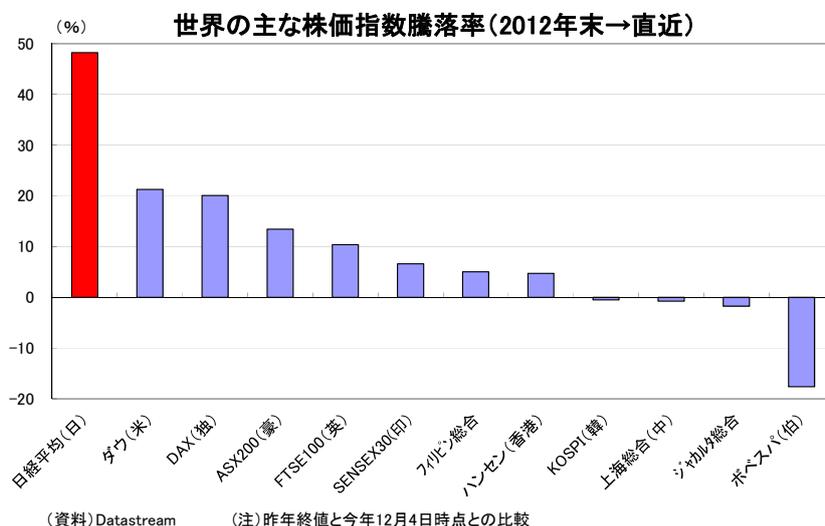
Weekly
エコノミスト・
レター

金融市場の動き(12月号)

～ 2014年は金融市場にとってどんな年？

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

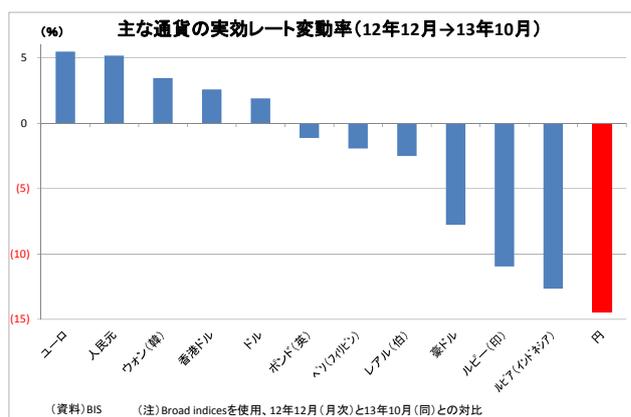
1. **(株・為替)** 少し早いですが今年の市場を振り返ると、先進国を中心に世界の株価は大きく上昇した。とりわけ、異次元緩和で急激な円安が実現した日本株の上昇率は主要国で突出することとなった。では、2014年はどのような年になるだろうか。来年の最大テーマはやはり、米量的緩和の縮小・停止だ。その他海外発では米中間選挙、中東や東アジアの地政学リスク、中国のシャドーバンキングとバブル懸念の行方など、国内発では消費税増税とアベノミクスが主要テーマとなるだろう。現時点では、来年も円安・日本株高となるという見方が市場の大勢であり、筆者もメインシナリオとしてはそう考えている。ただし、米量的緩和縮小・停止をはじめとするテーマはそれぞれがリスクイベントと成り得、どこかで大きく躓けば、円高・株安が再来しても全くおかしくない。その意味で来年は、「内外経済と市場の耐久力が試される年」と位置づけられるだろう。海外発テーマについては、わが国が直接影響を及ぼすことは出来ない。日本独自のテーマで現在進行形であるアベノミクスの強化が実現するか否かが、重みを増してくる年になる。
2. **(日米欧金融政策)** 11月の金融政策は日米ではともに現行の政策が維持されたが、ECBが利下げを実施した。引き続き米については緩和縮小時期に注目が集まる一方、日欧は追加緩和策が意識されるようになっており、方向感の違いは健在。
3. **(金融市場の動き)** 11月は円安ドル高が進行、ユーロドルはやや上昇、金利は横ばいとなった。米景気と緩和縮小観測が市場の地合いに複雑な影響を与えており、今後も波乱含み。ただし、ドルもユーロも当面の上値は限定的で上昇トレンドは出にくいと見る。



1. 株・為替：2014年は金融市場にとってどんな年？

2013年も師走に突入した。少し早いですが今年の金融市場を振り返ってみると、先進国を中心に世界の株価は大きく上昇した（表紙図表参照）。先進国では景気回復基調が続く中で、金融緩和路線が結果として維持され、投資家のリスク選好が活発化した。とりわけ、市場の度肝を抜く異次元緩和で急激な円安が実現した日本の株価上昇率は主要国で突出することとなった。

一方、新興国株は全般的に冴えなかった。原因はそれぞれであるが、年央にバーナンキ FRB 議長が米量的緩和の年内縮小を条件付きながら示唆したことで、新興国からの資金流出が起きたうえ、通貨安に伴うインフレ圧力が实体经济にのしかかった。構造改革を進める中国の景気が伸び悩んだことも、輸出依存度の高い国には重石となった。まだ終わっていないが、今年は「先進国市場好調、新興国市場低迷」が顕著な一年と総括できるだろう。



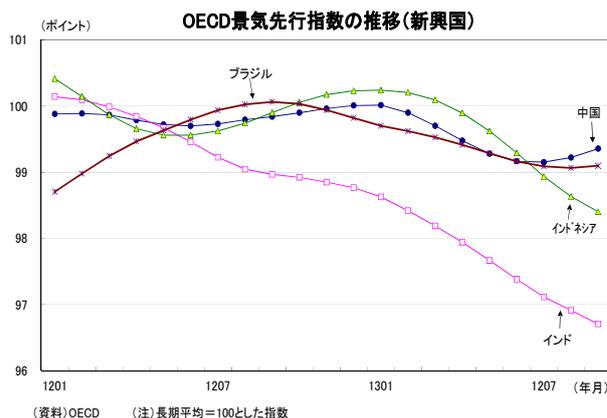
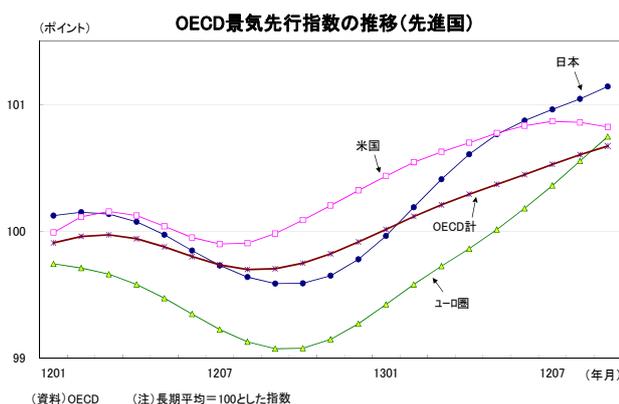
(米量的緩和の縮小・停止が世界最大のテーマ)

それでは、来年2014年は世界の金融市場にとってどのような年になるだろうか。

来年の最大テーマはやはり、「米量的緩和の縮小・停止」だ。今年12月のFOMCで縮小開始がスタートする可能性も無いわけではないが、本命は来年の早い時期と思われ、その後も段階的な縮小を経て停止に至る可能性が高い。米量的緩和はFRBの総資産を未曾有の規模に膨らませながら大量のマネーを供給することで、世界の株式市場にとって追い風となってきた。従って、これが転換することは逆風を意味するが、市場がどこまで強いアレルギー反応を示すかは現状不透明だ。

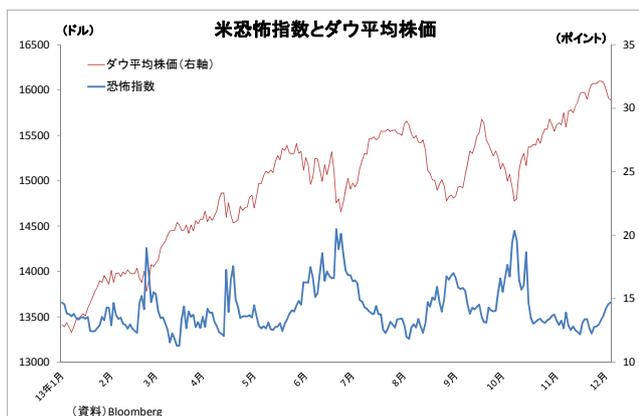
また、米緩和縮小が实体经济に与える影響も重要になる。量的緩和縮小・停止によって引き起こされるであろう長期金利の上昇が当事国である米国経済に与える影響が気になりだ。また、OECDの景気先行指数を見ると、实体经济も株価同様、先進国が堅調な一方で新興国の低迷が顕著になっている。量的緩和縮小によって新興国からの資金引き上げの動きが強まれば、ただでさえ低迷色の強い新興国経済は追加的な試練に直面することになる。

2月に発足するFRBのイエレン新体制には慣らし運転の期間など与えられず、最初から大きな課題と直面することになる。



また、米中間選挙も大きな市場のテーマとなるだろう。上院の 1/3 と下院全議席を与野党が争う。現在のねじれ状態の行方も論点となるが、それ以前に選挙を控えた与野党の対立激化が懸念される。政治が調整機能を失えば、今年 10 月の暫定予算、債務上限問題をめぐる混乱時のように、株式市場が不安感から下落する。このテーマも来年早々に暫定予算の期限切れ（1 月）、債務上限期限（2 月）を控えており、予断を許さない。

その他海外関係では、中東や東アジアの地政学リスク、中国のシャドーバンキングとバブル懸念の行方などが注目される。



（国内では消費税増税のインパクトが最大テーマ）

国内発のテーマとしては、4 月の消費税増税の影響に注目が集まりそうだ。現時点では、悪影響が出ることは共通認識だが、その度合いについては見方が分かれている。今回の日本の景気回復は、内需の好調が特徴となっているだけに、国内株式市場にとっての重要性は極めて高い。

さらに、アベノミクスも今後のテーマとしてあり続ける。第一の矢に関連して、市場では来春の追加緩和期待が高まってきているが、日銀が実際に動くのか、動くとすれば何をするのが注目される。また、第三の矢である成長戦略については、いよいよ法人税率の大幅引き下げや岩盤規制へ踏み込めるのか問われるだろう。アベノミクスがさらに強化されたと見なされれば、期待インフレ率上昇を通じた円安効果が高まるうえ、海外勢の円売り日本株買いトレードが活発化するだろう。逆に、失望を招く結果となれば、これまで散々持ち高を積み上げてきた海外マネーの逆回転も想定される。

（内外経済と市場の耐久力が試される年）

現時点では、来年も円安・日本株高基調が続くという見方が市場の大勢であり、筆者もメインシナリオとしてはそう考えている。ただし、上に挙げたとおり、米量的緩和縮小・停止をはじめとするテーマはそれぞれがリスクイベントと成り得、市場にとっては越えるべきハードルとなる。

これらのイベントをこなし、米国をはじめとする世界経済の回復基調が崩れなければ、世界の株式市場は楽観を織り込んでいくだろう。その際、円はリスクオンと米緩和縮小に伴う日米金利差拡大の恩恵を受けて下落するため、日本株はさらに有利となる。一方で、どこかで大きく躓けば、市場がリスクオフ地合いとなり、円高・日本株安が再来しても全くおかしくない。少なくとも円安・株高は進みにくくなる。

その意味で来年は、「内外経済と市場の耐久力が試される年」と位置づけられるだろう。海外発テーマについては、わが国が直接影響を及ぼすことは出来ない。であればこそ、日本独自のテーマで、現在進行形であるアベノミクスの強化が実現するか否かが、重みを増してくる年になる。

2. 日米欧金融政策(11月) : ECBが利下げ

(日銀)維持

日銀は11月20~21日にかけて行われた決定会合において、現行の金融政策を維持した(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。

なお、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も「緩やかに回復している」と、前月の判断を据え置いた。

総裁会見では、黒田総裁が景気について「生産から所得、支出という前向きの循環メカニズムが引き続き働いている」、「“物価安定の目標”の実現に向けた道筋を順調に辿っている」と現状を前向きに評価。先行きの経済・物価に対しても強気の姿勢を維持した。

一方、今後の対応については、上下双方向のリスクが仮に顕在化すれば、「躊躇することなく政策は調整される」と述べ、「上下双方向に政策の余地はある」と、具体策に触れることはしなかったものの、追加緩和にも含みを持たせた。市場では、来年春の追加緩和観測が高まっている。

(FRB)維持(会合開催なし)

FOMC(連邦公開市場委員会)は年8回の開催であり、11月はその空白月に当たるため、必然的に現行金融政策が維持された。次回FOMCは12月17-18日に開催予定となっている。

FRB要人関連イベントでは、14日に行われたイエレン次期議長候補による上院公聴会での証言に注目が集まった。この中で、イエレン氏は量的緩和縮小開始について、「あらかじめ決められた時期はない」と、FRBの従来スタンスを踏襲したが、「資産買入れ、金融緩和の早急な終了は危険が伴う」、「株価はまだバブルではない」などと発言。専門分野の雇用についても、「失業に関する広範な指標が示す数値はかなり悪い」、「長期失業は大変な痛み」などと、現状への強い課題意識を示した。

むろん、緩和継続のリスクやコストを十分考慮する姿勢も見せたものの、市場では全体的にハト派的内容と受け止められ、量的緩和長期化観測が強まった。

一方、その後20日に前回10月FOMCの議事録が公開され、数人の参加者が「もし経済状況によって正当化されれば、今後数ヶ月のうちに資産買入れペースの縮小を決定できる」と指摘していたことが明らかになった。市場ではこれを受けてやや早期縮小観測が強まることとなったが、同時に「まだ時間が必要」との意見や「国際的にみてFRBにはまだ資産拡大余地がある」との意見もあり、まだ意見の収斂は見られない。

また、金利に関するフォワードガイダンス強化や短期金利の低位抑制の意図を伝えるために取りうる方策についても議論が行われ、超過準備に対する付利引き下げを多くのメンバーが検討に値すると考えていることも明らかになった。仮に量的緩和縮小を開始してもそのマイナスの影響を抑えたいというFRBの意思と試行錯誤がうかがわれる。

(ECB) 利下げ

ECBは11月7日に開催された定例理事会において、半年ぶりとなる利下げを決定した。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.5%から過去最低の0.25%へと変更された。一方、下限金利である預金ファシリティ金利はこれまで同様、0.0%に据え置かれた（マイナス金利導入は見送り）。

総裁会見においてドラギ総裁は、今回の利下げが7月に導入されたフォワードガイダンスに沿ったものであり、「前年比1%を下回る最近のインフレ率をはじめ、域内の中期的な物価上昇圧力がさらに弱まっているとの最新の指標を踏まえたものである」と決定の背景を説明した。また、総裁は否定こそしたものの、最近の急速なユーロ高への対応という狙いもあったと推測される。

この決定については、理事会内において「行動する必要がある」との見解で一致したものの、その時期を巡っては意見が分かれた（複数のメンバーは来月のデータを待つべきと主張）ことも明らかにされている。

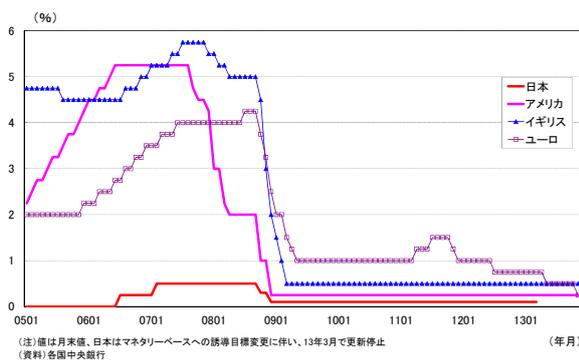
今後の政策については、「(主要リファイナンス・オペ金利は) まだ下限に達していない」と追加利下げに含みを持たせるとともに、現在0.0%となっている預金ファシリティ金利へのマイナス金利導入についても、「技術的な準備は出来ている」と、その可能性を否定はしなかった。

なお、7月に示されたフォワードガイダンスについては、今回の利下げを受けて再検討し、「政策金利は長期にわたり現状またはそれを下回る水準に留まる」との方針を確認している。

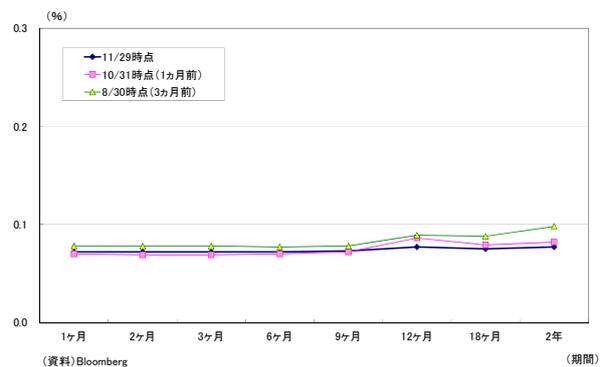
その後、今月に入り5日に開催された定例理事会では、金融政策を現状維持とした。政策金利である主要リファイナンス・オペ金利は0.25%に、下限金利である預金ファシリティ金利は0.0%に据え置かれた。フォワード・ガイダンスについても、変更はなし。

なお、同日発表の経済見通しでは、緩やかな景気回復シナリオは維持されたが、インフレ見通しは下方修正された。

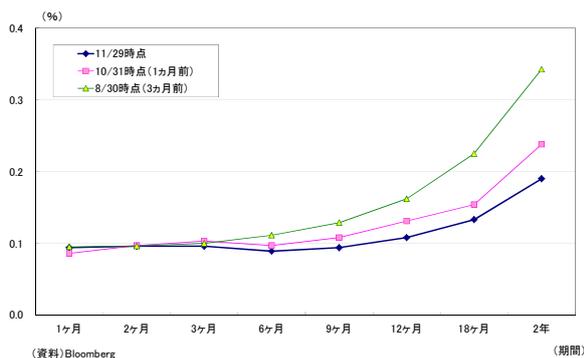
各国政策金利（11月末時点）



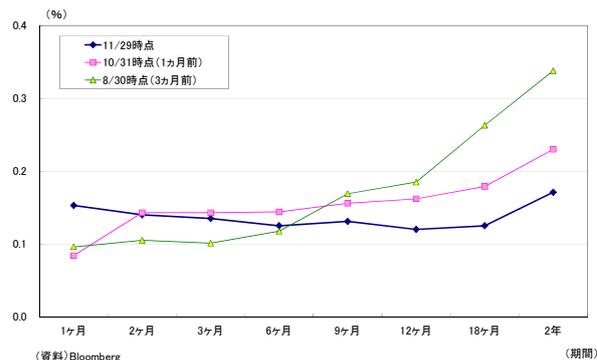
OISカーブの変化（日本）



OISカーブの変化（米国）



OISカーブの変化（ユーロ）



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 11 月末時点における利回り曲線を見ると、日本は前月末から全く変化がない。米国は長期ゾーンを中心に利回りが低下、フラット化している。イエレン FRB 副議長（次期議長候補）のハト派色の強い議会証言を受けて、緩和長期化観測が強まったとみられる。また、ユーロ圏も同様長期ゾーンで低下が起きている。ユーロ圏のデフインフレ状況を受けて、今後も ECB が何らかの追加緩和策を打つとの観測が強まった模様。

3. 金融市場（11 月）の動き：円安ドル高、ユーロドルやや上昇、金利は横ばい

（10 年国債利回り）

11 月の動き 月初 0.5% 台後半からスタートし、月末 0.6% 近辺に。

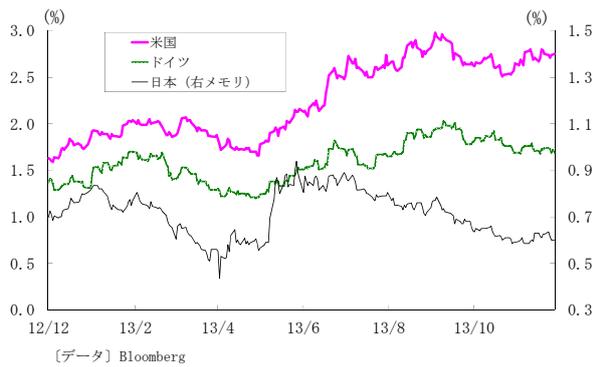
月初から中旬にかけては、0.6% を挟んでの膠着的な推移が継続。円安・株高傾向が顕著になったことで、その後やや金利上昇（債券下落）圧力が高まり、15 日以降は一段切り上がった 0.6% 台前半での推移となるが、日銀買入れオペによる需給への安心感から上昇幅は限定的に。そして、同オペでの需給引き締まりが意識された 27 日には再び 0.6% 近辺へと低下。月末にかけて 0.6% 付近の水準が継続した。

当面の予想

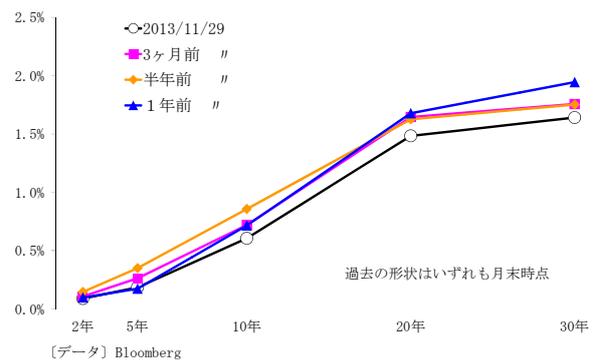
足元は 0.6% 台後半。米金利上昇を受けてやや上昇しているが、日銀の大量国債買入れによる需給安心感は強く、長期金利が上昇する局面では投資家の買いが入りやすい状況が続いている。さすがに 0.5% 台に入ると高値警戒感が出るものの、機関投資家のポートフォリオ・リバランスの動きはまだ限定的であり、当面は債券需要が強い状況が続くだろう。0.6% 付近～0.7% での推移を予想する。

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。

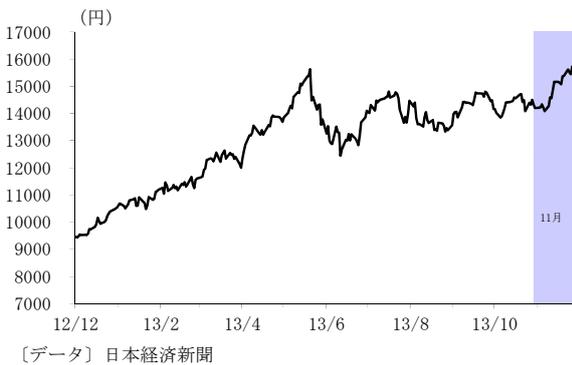
日米欧長期金利の推移（直近1年間）



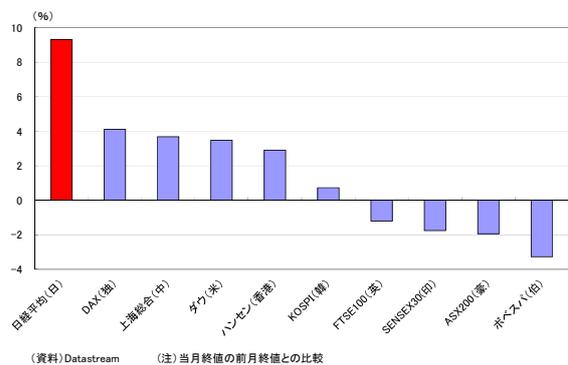
日本国債イールド・カーブの変化



日経平均株価の推移（直近1年間）



主要国株価の騰落率（11月）



（ドル円レート）

11月の動き 月初98円台近辺からスタートし、月末102円台半ばに。

月初は様子見姿勢が強く、98円台での推移が続いたが、10月米雇用統計の予想外の好結果を受けて11日には99円台を回復。その後、イエレンFRB副議長のハト派的な議会証言を経てリスクオン地合いが形成されたことで円が売られ、15日には100円台を回復。FOMC議事録発表後は緩和縮小観測がやや高まったが、日米金利差拡大を好感したドル買いが入ったことで22日には101円を突破。さらに日銀の来春における追加緩和と観測の高まりもあって、月終盤には102円台に乗せた。

当面の予想

今月に入り、ドル円は一時103円台前半まで水準を切り上げた後、日米株価下落を受けた円買いにより、足元は102円付近まで下落。今後の動向は本日の米雇用統計がカギとなる。事前予想は前月比18万人強増だが、これに近い数値であれば、素直に米景気回復を受けたドル買いとなるはず。一方、強すぎる場合は12月の米緩和縮小観測が俄かに高まることで、リスクオフの円高となる可能性が高い。また、弱すぎる場合は米景気減速を嫌気したドル安の反応が出ると思われる。いずれにせよ、現状ではドル円が急上昇するようなリスクオン局面では株価に過熱感が生じ、持続性は期待薄となりやすい。ドルの上値はまだ限定的と考えている。

（ユーロドルレート）

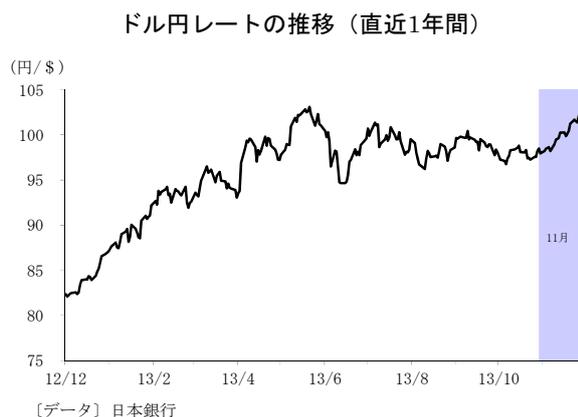
11月の動き 月初1.35ドル台前半でスタートし、月末は1.36ドル台前半に。

月初、1.35ドルを挟んだ推移となった後、ECBによる予想外の利下げを受けてユーロが急落、7日には1.33ドル台後半となる。その後はイエレンFRB副議長発言や予想を上回るユーロ圏の貿易黒字を受けて上昇し、18日には再び1.35ドル台に戻る。その後はしばらく1.35ドル前後での一進

一退が続いたが、ドイツの大連立合意を受けて上抜け、27日には1.36ドル台に乗せる。月末も1.36ドル台前半で着地した。

当面の予想

足元は1.36ドル台後半。ドルの伸び悩みも反映してユーロが堅調に推移している。米雇用統計の結果次第で今後の展開は変わってくるが、最近のユーロ高止まりは消去法の側面が未だ強いいため、さらなる上昇余地は乏しいと考える。利下げしたばかりのECBが目先の追加緩和に動く事態は想定しにくい。追加緩和に含みを持たせるECBと緩和縮小の時期を模索するFRBの方向性の違いは明確であり、長期のユーロ高は正当化しにくい。ユーロの弱含みを予想する。



| 金利・為替予測表(2013年12月6日現在) | | 2013年 | | 2014年 | | |
|------------------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 |
| | | 実績 | 予想 | | | |
| 日本 | 10年金利(平均) | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 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) | 2.7 | 2.7 | 2.9 | 3.1 | 3.2 |
| ユーロ圏 | ECB市場介入金利(期末) | 0.50 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| | 10年金利(ドイツ、平均) | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.1 |
| ドル円 | (平均) | 99 | 100 | 101 | 103 | 104 |
| ユーロドル | (平均) | 1.33 | 1.35 | 1.34 | 1.32 | 1.31 |
| ユーロ円 | (平均) | 131 | 135 | 135 | 136 | 136 |

(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。