

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(12月号)

~2015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. **(金融市場)** 2015年はどのような年になるのだろうか。海外のスケジュールを見渡してみると、最大の材料はやはり「米国の利上げ」になりそうだ。来年の世界経済・金融市場はこの地殻変動と向き合うことになる。欧州では、債務危機の後遺症に苦しむギリシャとスペイン、EU離脱問題を抱える英国の選挙が注目される。EUやユーロ圏内の不協和音を高める展開となれば、市場の悲観材料に成り得る。その他、ECBの量的緩和や地政学リスクも材料となる。国内では、統一地方選挙と自民党総裁選が大きな注目材料だ。首相・政権への高い支持が示されるかがポイントになる。アベノミクス・TPPの進捗も重要になる。これらを踏まえ、来年の本邦金融市場のシナリオを考えると、やはり米景気回復・利上げを受けた株高・円安ドル高がメインシナリオになる。これをベースにその他の材料が上振れ・下振れ要因として位置付けられる。世界経済はまだ耐久力が弱いだけに、下振れ懸念から悲観が台頭し、株安・円高に振れる局面もありそうだ。また、足元の120円という為替水準が安定的なものなのかも疑念が残る。総選挙まではリスクオン地合いからドルが底堅く推移するだろうが、年末年始にかけては材料出尽くし、政治からの円安けん制への警戒、貿易赤字縮小などから一旦調整を迎える可能性がある。
2. **(日銀金融政策)** 日銀は11月の決定会合で現行の金融政策を維持。景気の現状認識や先行き、物価の先行きについては引き続き強気のスタンスを維持している。
3. **(金融市場の動き)** 11月は急激な円安が進行、ユーロドルは横ばい、長期金利はやや低下した。当面は円安ドル高のち一旦円高サイドへ調整、ユーロドルはじり安、長期金利は横ばい圏内の動きを予想している。

2015年の主なスケジュール

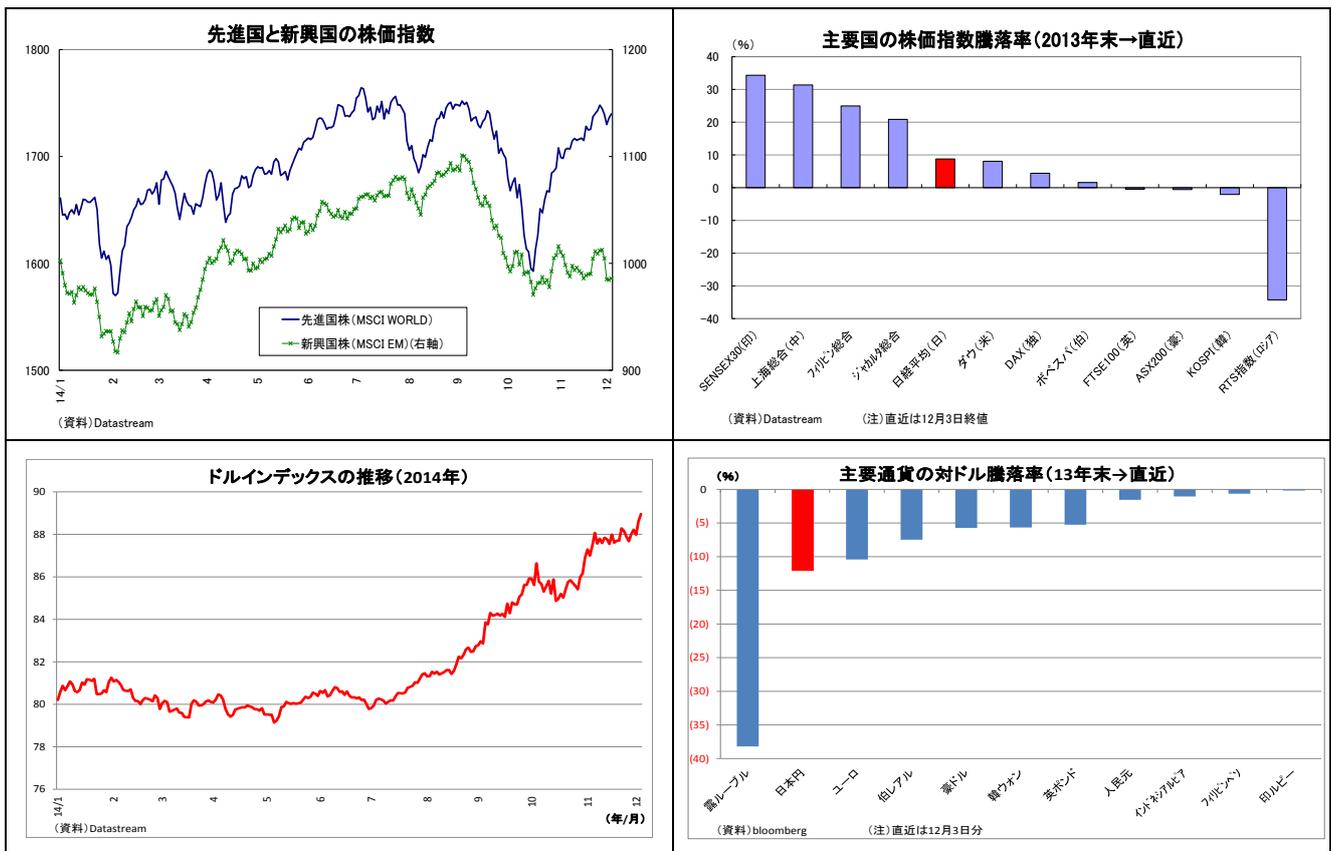
時期	海外	国内
(14年末)		(衆院選、首相指名、組閣)
15年1月		通常国会召集
2月	ギリシャ大統領選	
3月	米債務上限問題期限	
4月		統一地方選挙
5月	英国総選挙	
夏まで		財政再建計画策定
9月	米国利上げ開始？	自民党総裁選
秋以降	米大統領予備選本格化	
12月	スペイン総選挙	

1. 金融市場：2015年は金融市場にとってどんな年？

(2014年の振り返り)

2014年も終わりに近づいているので、少々早いですが今年の金融市場を振り返ってみると、世界の株価は先進国を中心に堅調に推移。また、為替市場では年後半からドルの上昇が鮮明となり、主要通貨では最強の様相を呈している。2014年の金融市場は、堅調な米国経済を背景に株価上昇が進み、利上げを視野に入れる米金融政策を意識したドル高が進んだ一年であったと総括できそうだ。

そうした中で、日銀が追加緩和を実施した本邦については、円の対ドルレートがウクライナ問題を巡る制裁と原油安で資金流出が激しいロシアルーブルに次ぐ下落率となり、日経平均株価はダウ平均に匹敵する上昇率を示すこととなった。



(2015年はどんな年？海外材料)

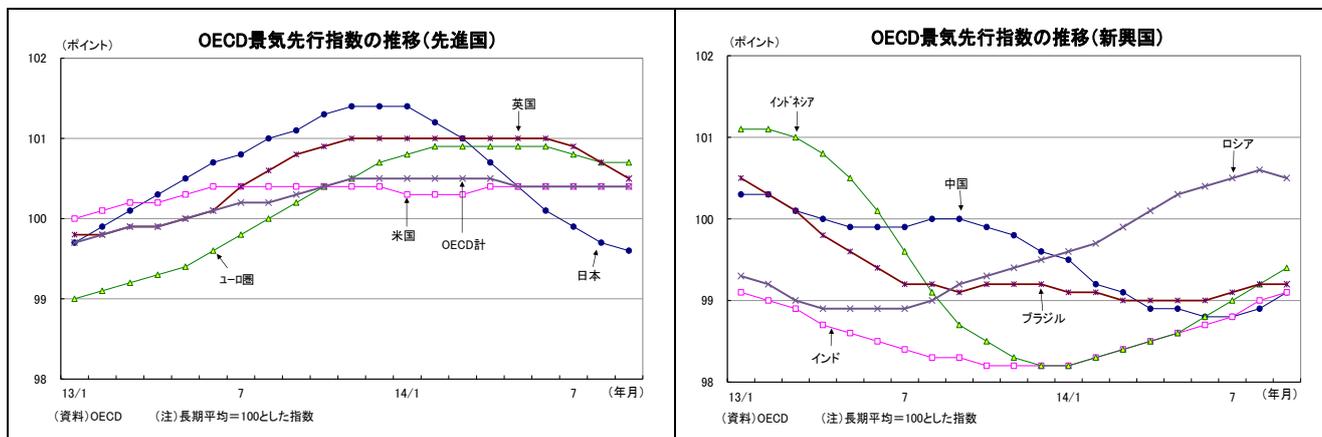
それでは2015年はどのような年になるのだろうか。今年のトレンドを引き継ぎ、ドル高・株高の流れが続くのだろうか。

2015年の海外の主なスケジュール(表紙図表参照)を見渡してみると、最大の材料はやはり「米国の利上げ」になりそうだ。時期は流動的ながら、市場では来年の半ば若しくは後半から開始されるという観測が根強い(弊社の見通しでは9月を予想)。今年は米量的緩和の縮小・停止が行われたが、これは非伝統的金融緩和を終了したに過ぎない。一方、利上げは金融引き締めにあたる。米国が前回利上げを開始したのは2004年なので、10年以上も金融引き締め開始という転換点を経験していない。さらに、3度にわたる量的緩和で中央銀行(FRB)のバランスシートが大幅に膨らんだ後に行われる利上げは初めてだ。来年の世界経済・金融市場は、この地殻変動と向き合うことになる。

米国経済が堅調さを維持し、利上げを順調に消化、世界経済も大幅な下振れを回避するというシナリ

オとなれば、2015年も米国発の株高、ドル高トレンドが続く可能性が高い。

一方で、リスク要因は利上げの負の側面が顕在化することだ。利上げは米国経済や米株式市場にとっては逆風に成り得る。また、資金流出を通じて新興国の経済や株式市場にショックを与えるかもしれない。OECDが算出している主要国の景気先行指数を見ると、米国以外の先進国は方向感が下向きとなっており、新興国は底打ちしているものの水準が総じて低い。ショックへの耐性がまだあまり無いと見られるだけに過度の楽観は出来ない。



欧州の注目材料としては、幾つかの国における選挙が挙げられる。債務危機の後遺症に苦しむギリシャ大統領選挙（2月）とスペインの総選挙（12月）、EU離脱問題を抱える英国の総選挙（5月）が予定されている。米利上げほどのインパクトはないが、EUやユーロ圏内の不協和音を高める展開となれば、市場の悲観材料に成り得る。

また、ECBの量的緩和も大きな材料となる。来年国債買入れを伴う量的緩和に移行した場合、欧州景気への効果は不透明だが、少なくとも世界的な株価の押し上げ材料になる可能性が高い。

なお、2014年同様、地政学リスクにも引き続き注意が必要だ。イラク、ウクライナ情勢は未だに収束に至っていないうえ、原油価格下落が産油国経済の疲弊や人々の不満を通じて地政学リスクを高める懸念もある。

(2015年はどんな年？国内材料)

2014年のわが国では、消費税率引き上げ、再増税延期決定、衆院解散・総選挙という大きな材料があったが、2015年については消費税率引き上げや国政選挙は予定されていない¹（表紙図表参照）。ただし、注目度の高い選挙は予定されている。それは、統一地方選挙と自民党総裁選だ。

安倍政権が続くという前提に立てば、統一地方選では今回12月の衆議院選挙と同じく、再びアベノミクスへの信認が問われることになりそうだ。今回の衆院選は急遽決定されたため、野党の準備不足もあって、現時点では与党の優勢を伝える報道が多い。一方、4月の統一地方選はもともと予定されているものだけに、野党も準備不足ということは無いだろうし、アベノミクスの浸透が遅れている地方が主戦場となる。その点では与党のハードルがやや高くなるかもしれない。

9月の自民党総裁選も含め、首相・政権への高い支持が示されれば、アベノミクスへの期待が高まることでリスクオン材料に、逆に示されなければリスクオフ材料になりそうだ。

その他、国内材料としては、アベノミクス関連で、引き続き日銀の追加緩和と成長戦略の進捗状況に

¹ 理論上、来年の衆院解散・総選挙は有りえるが、戦後、選挙から1年以内の再選挙は2回のみ。過去30年では1度もないため、極めて可能性は低い。

注目が集まりそうだ。また、漂流感漂う TPP が早期妥結に至れば、ポジティブサプライズになる。

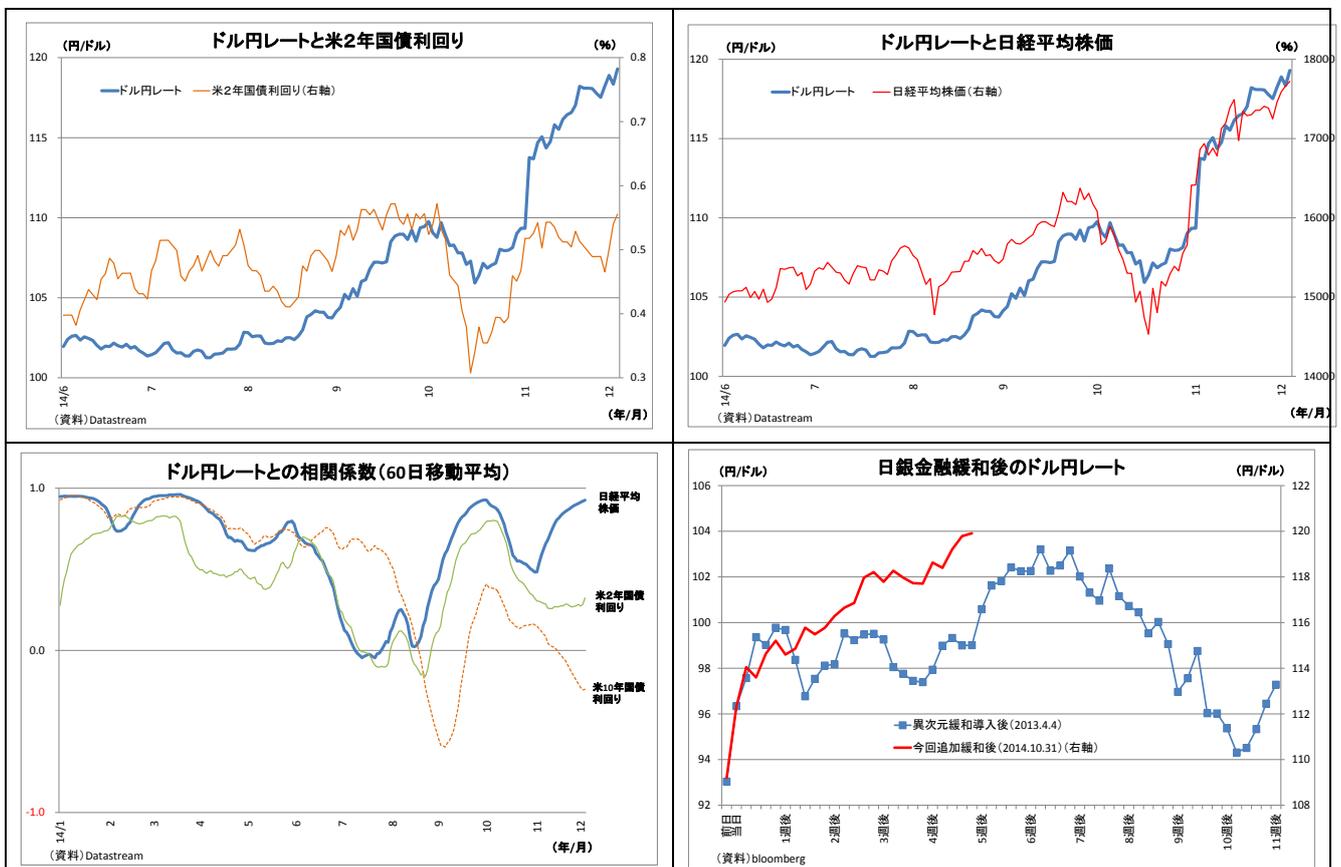
(日本株と為替)

以上を踏まえ、来年の本邦金融市場のシナリオを考えると、やはり米国の景気回復・利上げを受けた株高・円安ドル高がメインシナリオになる。

足元の円安ドル高の進行は米金利上昇（日米金利差の拡大）を伴っておらず、完全に株高とリンクしている。実際、相関係数を見ても、ドル円レートと米金利の相関が崩れる一方、ドル円レートと日経平均との相関はほぼ1（完全連動）を示している。「円安が株高を促している面」もあるが、「株高が市場のリスクオン地合いを生み、リスク回避通貨である円が売られる」という関係性も強い。しかし、来年は米利上げに伴って米金利の上昇が見込まれるため、日米金利差拡大という素直な円安ドル高要因が発生する可能性が高い。その際は日経平均にも上昇圧力がかかるだろう。

これをベースに、その他の内外材料が上振れ・下振れ要因として位置づけられる。世界経済はまだ耐久力が弱いだけに、下振れ懸念から市場が悲観に傾き、株安・円高に振れる局面もありそうだ。

また、足元の 120 円という円安水準が現状で安定的なものなのかは疑念が残る。13 年 4 月の異次元緩和後と比べてみても、今回追加緩和後の円安ドル高ペースは速い。前回異次元緩和後は 6 週後にピークをつけて一旦円高への揺り戻しが起きた。バーナンキ議長発言が直接のきっかけではあったが、過熱感も影響していたはず。目先は選挙を材料とする株高とリスクオンの円安が続きそうだが、その後は一旦材料出尽くしに伴う利益確定で円高サイドへの調整が入る可能性がある。120 円台の円安には政治サイドからのけん制への懸念が強まること、急激に進んだ原油価格下落によって日本の貿易赤字が縮小し、実需の円売り圧力が低下することも調整圧力になり得る。



2. 日銀金融政策(11月)：回復基調の旗は降ろさず

(日銀) 現状維持

日銀は11月18～19日にかけて開催した金融政策決定会合において、現行の金融政策を維持した(賛成8反対1)。引き続きマネタリーベースが年間80兆円に相当するペースで増加するよう、長期国債・ETF等の資産買入れを継続する。

前回10月末の決定会合において、追加緩和に反対した4人の委員のうち、緩和前の方針を適切とする木内委員を除く3人が今回賛成に回った。

声明文における景気判断は、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復が続いている」と従来の表現を据え置いた。個別項目では、個人消費について、「雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移」と従来の判断を維持。輸出については「横ばい圏内の動き」と従来の「弱めの動き」から上方修正した。また、住宅投資についても「足元では下げ止まりに向けた動きもみられている」という文言を追加している。

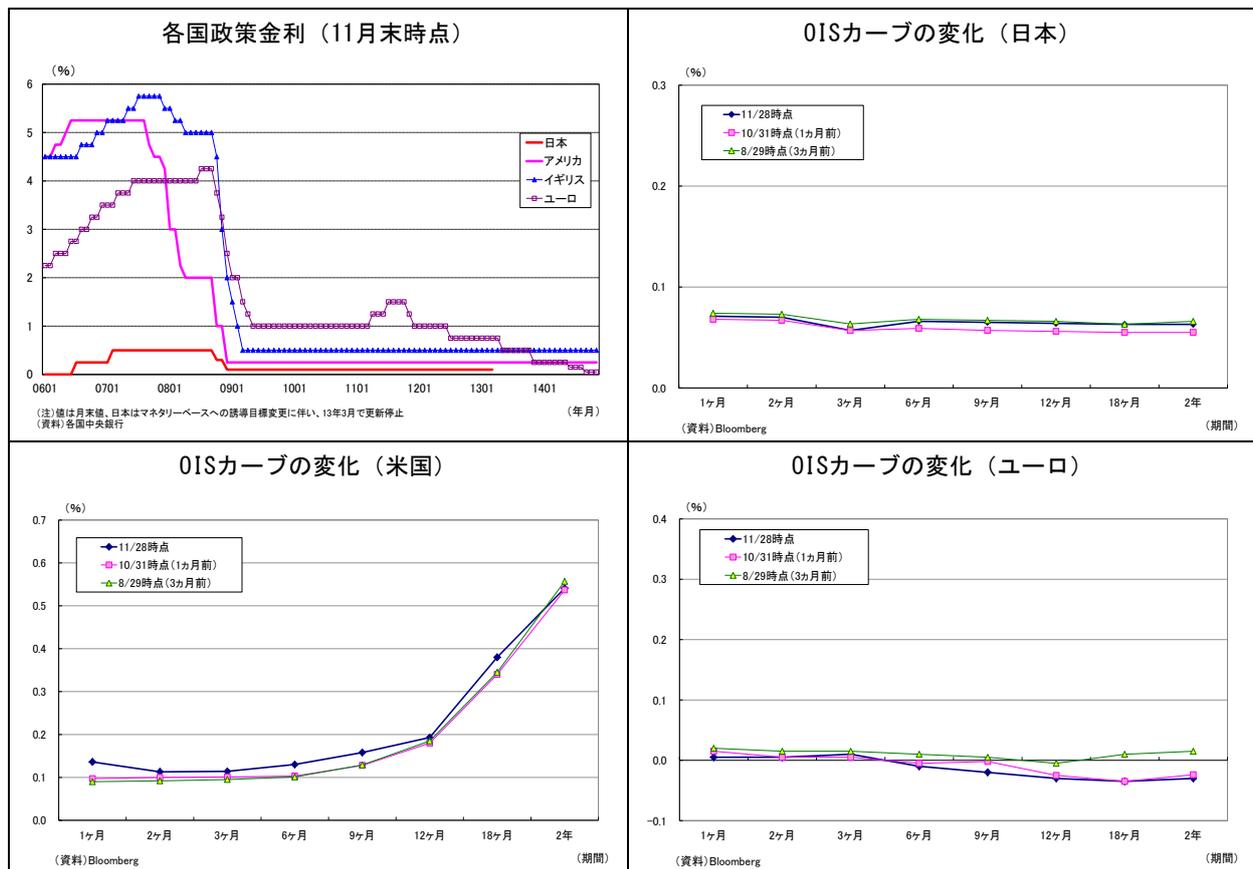
なお、先行きについては、「緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に収束に向かっていく」とし、回復シナリオを維持している。一方、物価については、原油価格下落を受けたものとみられるが、「当面現状程度のプラス幅で推移」と、「従来の1%台前半で推移」からやや下方修正している。

会合後の総裁会見では、政府による消費税率引き上げ延期決定に質問が集中。それに対して黒田総裁は政府による財政規律遵守の重要性を幾度も強調した。

GDPの2期連続マイナスを受けても回復基調とする強気の根拠を問う質問に対しては、①日銀短観等における強めの設備投資計画、②名目賃金・雇用の増加、③消費における反動減の影響緩和を挙げた。物価については、かつて「1%割れすることはない」としていたが、国際商品価格下落を受けて、「1%を割る可能性はある」へと修正。ただし、その後は再び加速し、「2015年度を中心とする期間に2%程度に達する見込みが高い」との見通しを示している。

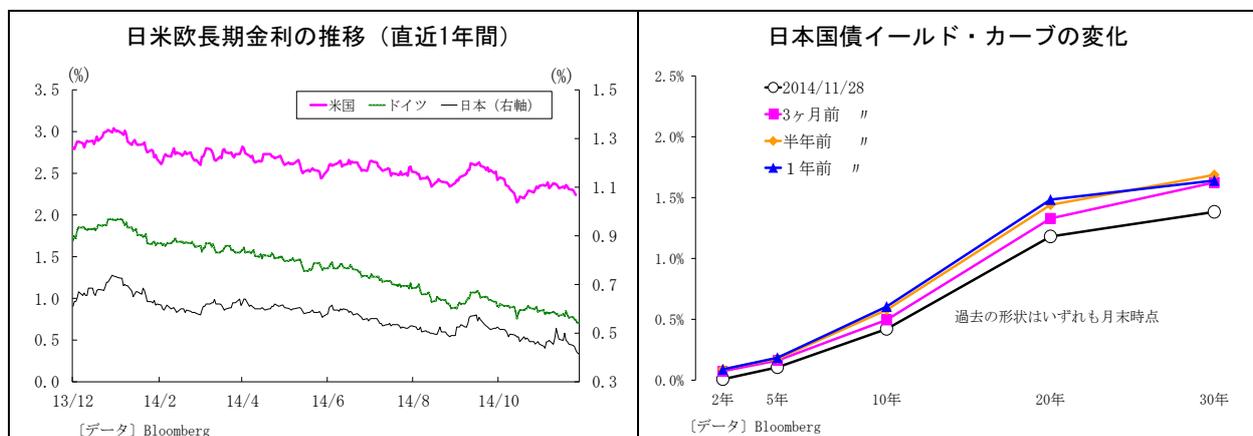
日銀は「期待への働きかけ」を重視している以上、強気のスタンスを維持せざるを得ないのは理解できるが、直前に7-9月期GDPが2期連続となるマイナスになったことが明らかになっていただけに、総じて楽観的な現状判断と見通しには違和感が否めず、日銀が本当はどう考えているのかが伝わりにくい。

10月末に追加緩和をしたばかりなので、しばらくは様子見スタンスを続けると見られるが、物価が、日銀の思惑通り現状程度で納まるのか、それとも下振れてなかなか上がってこないのかが次の一手の焦点になる。

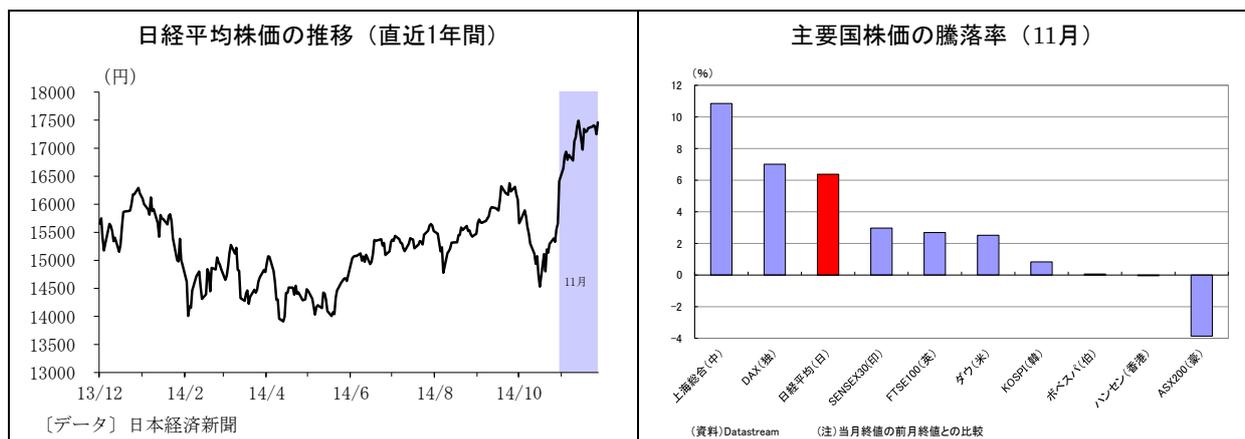


政策金利²の先行きに対する市場の見方を示すOIS（一定期間の無担保コール翌日物と固定金利を交換する金利スワップ）の11月末時点における利回り曲線を見ると、日米欧ともに前月末から小動きであった。日本は曲線の形状がほぼ水平で2年以内の金融引き締め観測は見られない。欧州は形状がやや右下がりとなっており、一部追加緩和観測が織り込まれている可能性がある。米国については、右上がりの形状を維持しており、日欧との違いは明白ながら、11月の一ヶ月については、FOMCが無かったこと、10月雇用統計結果がどっちつかずであったことなどから、利上げ観測に大きな変動がなかったようだ。

3. 金融市場(11月)の動き：急激な円安、ユーロドルは横ばい、金利はやや低下



² 日銀は2013年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。



(10年国債利回り)

11月の動き 月初0.4%台半ばからスタートし、月末は0.4%台前半に。

月初、0.4%台半ばで推移した後、増税先送り観測の台頭を受けて上昇し、12日には0.5%台前半に。日銀の国債買入れオペで超長期ゾーンが増額されたことで、全般的に金利低下圧力がかかり、14日には再び0.5%を割り込む。その後は0.4%台後半～0.5%の推移が続いたが、日銀買入れによる需給の逼迫感や中国の利下げ、ユーロ圏の追加緩和観測を背景に低下余地を探る展開となり、26日には0.4%台前半となる。月末もそのまま着地した。

当面の予想

12月初旬に米格付機関が日本の格付を引き下げたが、長期金利は落ち着いた動きを示している。このことは、日銀の大規模国債買入れによる需給逼迫感が非常に強いことを示している。当面、これに対抗できるような金利上昇要因は見当たらない。一方で、既に金利水準は極めて低く、低下余地も限定的と考えられる。従って、長期金利は横ばい圏内の動きに終始するだろう。

(ドル円レート)

11月の動き 月初112円台前半からスタートし、月末は118円台前半に。

月初から10月末の日銀追加緩和と GPIF の運用割合変更発表を受けて急激な円安基調が継続。4日に113円台、6日に114円台、7日に115円台とドル円は水準を切り上げた。その後は一旦反動が出たが、増税延期・解散観測に伴うリスクオンで再び盛り返し、7-9月期 GDP マイナスを受けた17日には117円台、20日には118円台に乗せた。その後は財務相による円安けん制もあり、一進一退の推移となり、月末は118円台前半で終了した。

当面の予想

今月に入っても円安基調が続き、足元は120円付近にある。目先はやはり本日発表の米雇用統計がカギになる。市場予想の23万人増 (Bloomberg) 並みか、それを上回る数値が出れば、ドルがさらに上値を試す展開に。逆に予想を下回れば一旦はドル安で反応する可能性が高いが、総選挙まではリスクオン地合いからドルが底堅く推移するだろう。その後年末年始にかけては材料出尽くし、政治からの円安けん制への警戒、貿易赤字縮小などから、一旦調整を迎える可能性がある。

(ユーロドルレート)

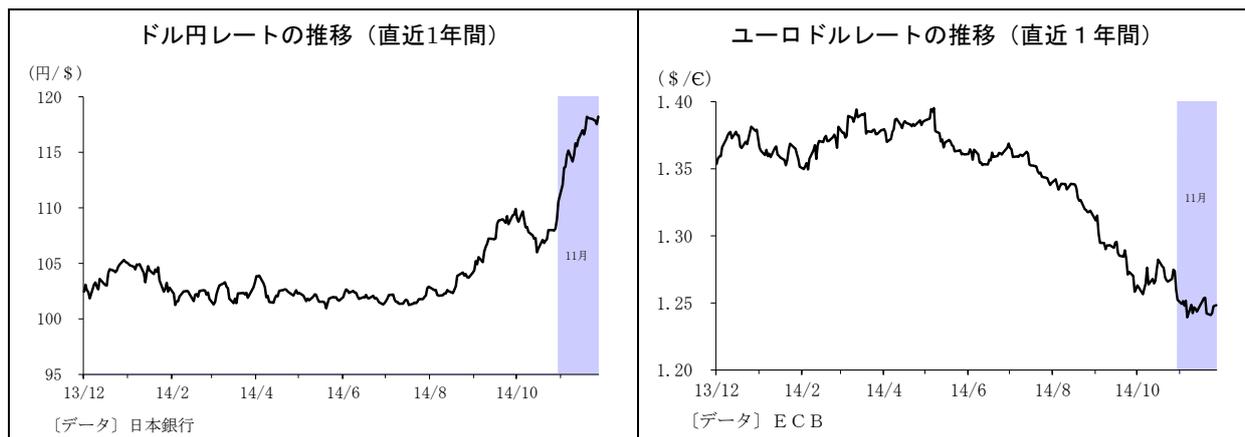
11月の動き 月初1.24ドル台後半からスタートし、月末も1.24ドル台後半に。

月初は1.25ドルを挟んだ一進一退の推移となったが、7日にはECB理事会後にドラギ総裁による追加緩和の準備指示発言があったことで1.23ドル台へ下落。しかし、翌10日には米雇用統計の予

想未達を受けてユーロが買い戻され、しばらく 1.24 ドル台の推移に。さらにユーロ圏の GDP が予想をやや上回ったことで、17 日以降は 1.25 ドル台を回復。その後、ドラギ総裁が追加緩和に前向きな発言をしたことで 1.24 ドル台に下落し、月末も 1.24 ドル台後半で着地した。

当面の予想

足元は 1.23 ドル台後半で推移。目先はドル円レート同様、本日の米雇用統計次第となるが、ユーロ圏の景気や物価が近々大きく改善する展開が見込めない以上、今後とも ECB がいずれ量的緩和に踏み込むという観測は続く。従って、ユーロへの下押し圧力が強い状況が今後も続くため、ユーロドルはじり安の展開を予想する。



金利・為替予測表 (2014年12月5日現在)

		2014年		2015年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想			
日本	10年金利 (平均)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50
	10年金利 (平均)	2.5	2.2	2.4	2.8	2.9
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
	10年金利 (ドイツ、平均)	1.1	0.8	0.9	1.0	1.1
ドル円	(平均)	104	114	117	119	120
ユーロドル	(平均)	1.33	1.25	1.23	1.23	1.22
ユーロ円	(平均)	138	143	144	146	146

(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。