

株価上昇は景気底入れの予兆か

発表日：2012年2月17日(金)

～回復の手応えはまだ先になる～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

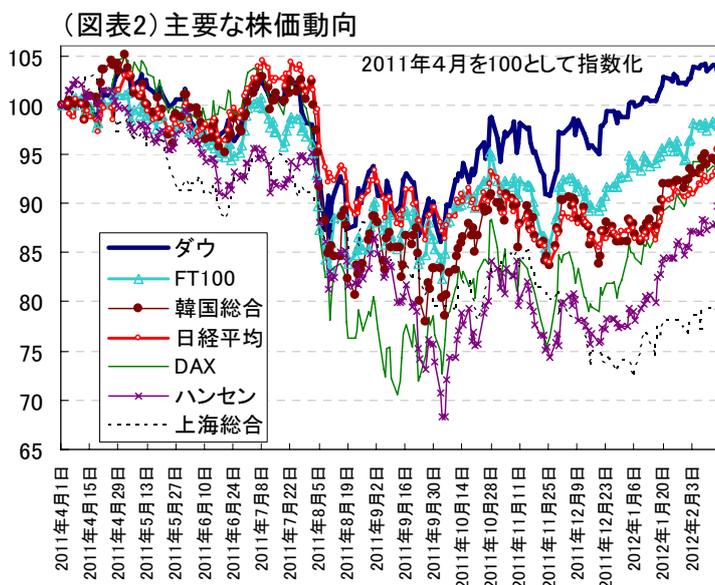
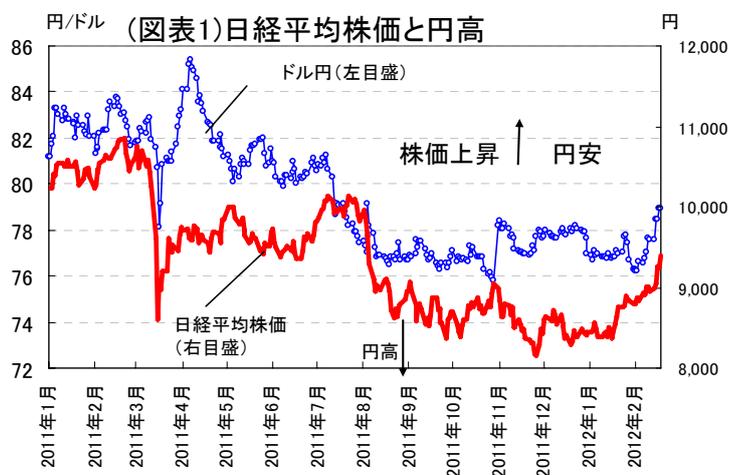
日本の株価上昇の動きは、海外に連動したものである。決して日銀の金融緩和によって独立して生じたものではない。景気先行指標では、米ISM統計や欧州指標が底入れのシグナルを発している、元をたどれば株価上昇はそれを反映したものだろう。日本も生産指標などに時間を置いて前向きな動きが表れてくるだろう。

株価の反発

日本銀行が、2月14日に少し意外感のあるタイミングで金融緩和に踏み切り、株式市場では翌15日から株価が大幅に反発した。これが金融緩和によってもたらされたと理解するのは、やや過大評価であろう。筆者は、株価上昇の底流には、むしろ景気底入れを先取りしたファンダメンタルズの基調変化が隠れているとみる。金融緩和もサプライズだっただろうが、世界経済の潮流がこれほど早く底入れへの変化をみせたこともまたサプライズである。

まず、金融政策が意外に大きく株価に刺激を与えた理由から整理しておこう。日銀のアクションが株価に効いた理由は円安効果である(図表1)。過去4回の資産買入基金の増額は、為替介入のタイミングに重ねて行われたので、緩和効果が円高圧力に飲み込まれてしまっていた。今回は限界的な円高圧力がそれほど高まっていない中で、緩和を実施したことが、より為替を円安方向に修正させたということだろう。円安は、日銀が2012年末までの期限で、残存期間2年以内の債券を積極的に購入することを決めたので、2年物の日米金利差を縮小させ、円買い圧力を弱めたことが背景だ。この円安が、日本株の買い戻しに拍車をかけた面はある。

次に、金融緩和の効果を整理した後で、本題の景気回復の予兆を論じてみたい。日銀の金融緩和が株高を演出したとばかり言い切れないのは、日本株だけではなく、海外の主要株価が全般的に上昇傾向にあるからだ(図表2)。欧米株価の上昇まで、日銀の金融緩和では説明できない。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

主要株価の動きについては、米株価が先導役になるかたちで、欧州株、日経平均、韓国総合指数がそれに引っ張られて上昇している。ここにきて出遅れていた中国株さえも反転し始めたようにみえる。現在に至る株価動向をみると、株価の底は2011年9～11月にかけてである。この時期は、欧州財政問題がもっとも混乱していたタイミングである。「夜明け前が最も暗い」の言葉で伝えられるように、この9～11月にファインダメンタルズも最悪期を迎えていたと理解できる。11月のデータからは、各種の景気先行指標が下げ止まって底入れする動きが少しずつ始まった（統計発表は12月以降）。

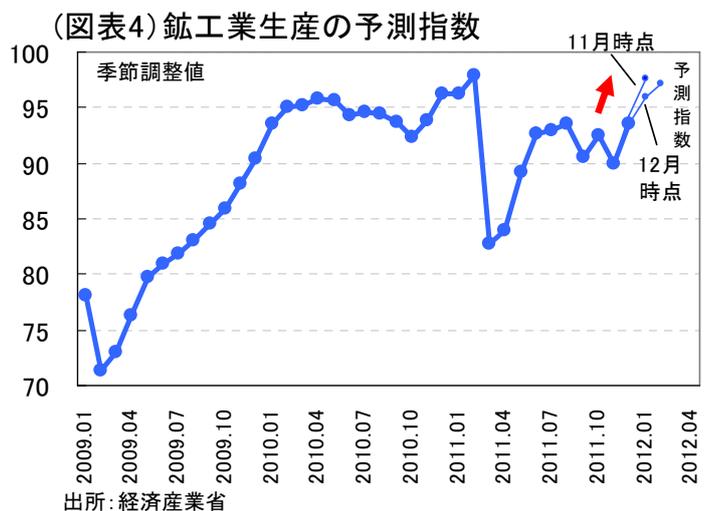
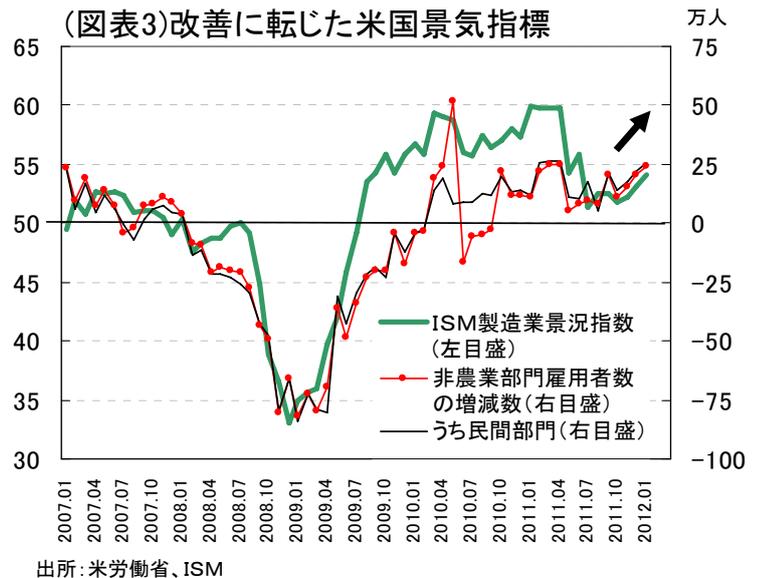
さて、金融市場に対して、景気情勢が最悪期を脱するサインを最初に発したのは、米国のISM製造業景気指数と雇用統計であった（図表3）。米国では、クリスマス商戦が堅調に推移しそうだという観測が伝えられていた。それを受けるかたちで、10～12月の米実質GDPは前期比+2.8%と伸び、前期（+1.8%）、前々期（+1.3%）よりも拡大ペースを上げた。米株価の上昇もそうした前向きの動きを敏感に察知して動いたと考えられる。

日本の景気指標の反応

日本の景気については、2月13日に発表された10-12月の実質GDP・一次速報が前期比▲0.6%とマイナスに転じた。夏場までの生産回復が、欧州財政問題や円高によって打撃されて、輸出の牽引力を弱めている姿が鮮明になった。わが国の景気情勢が、今のところは依然として踊り場にある。

しかし、先行的な動きとしては、先々の景気情勢が前向きに変化していく予兆がみられている。とりわけ、早い時期から景気指標で明るい動きを示し始めていたのは、鉱工業生産である。12月末に発表されたデータ（11月実績）では、12月・1月の生産予測指数がプラスになる見通しであった（図表4）。この鉱工業生産の変化は、タイの洪水があった反動で、日本からの輸出・生産増が起こっていることや、季節調整の歪みがデータを上向きトレンドにみせるバイアスが働いているといった事情で、エコノミストの間では材料視されにくかったという事情があった。もっとも、前向きな動きが当初は特殊要因で否定的にみられることは、過去の回復局面でも何度も起こっていることである。米クリスマス商戦が堅調で、ISM統計や雇用統計が改善していることは、日本に好影響を及ぼしてきても全く違和感のないことである。

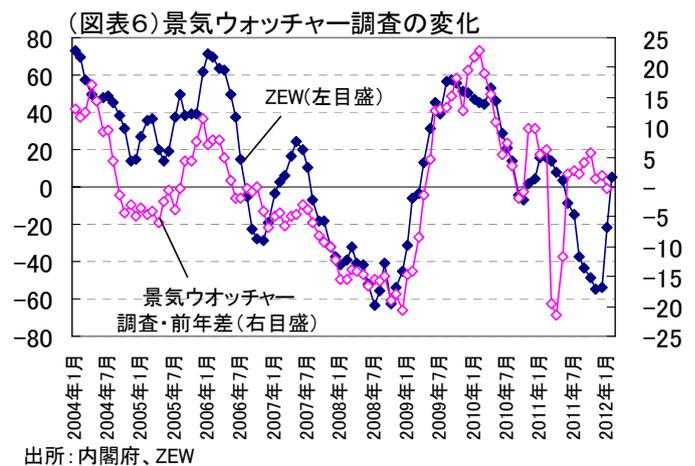
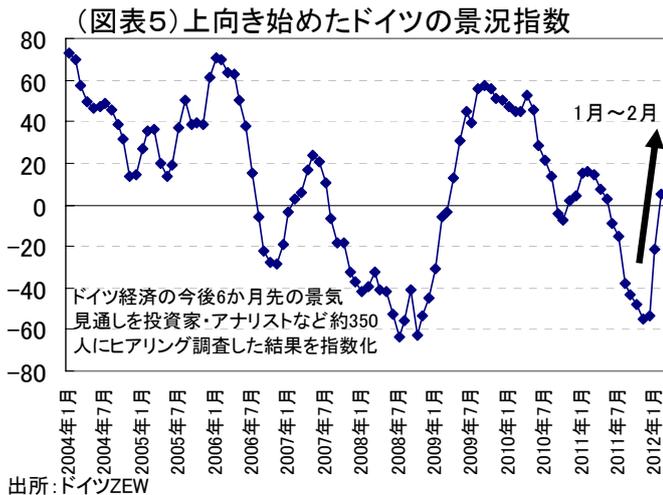
なお、こうした海外での前向きな動きは、財政危機で深刻にみられている欧州でさえも起こっている。ユーロ圏



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

PMIやドイツのIFO企業景況感指数も、2011年末辺りから底入れしてきている。ユーロ安がドイツなどの輸出産業にプラスに作用していることや、行き過ぎた悲観論の修正が企業マインドでも進んでいることが背景であろう。

最近、発表されたドイツのZEW景況感指数では、1月に続き2月も改善の動きをみせている（図表5）。興味深いことに、海外の景況指数と日本の企業マインドは微妙に連動している。例えば、代表的な日本の景気敏感指標である景気ウォッチャー調査は、前年差で変化の具合を示したデータをZEWと重ねると、過去はよく一致した動きになっている（図表6）。これは、世界経済の限界的な景気動向の変化に、日本経済がシンクロしていることを暗示している。確かに、足元では両者の動きは必ずしもぴたり一致しなくなっていて、景気ウォッチャー調査が、昨年3月の震災の影響によって、動揺していることを窺わせる。これは、日本のマインドが攪乱されているためであって、底流には海外の景気先行指標に沿った動きがきつと働いているに違いない。

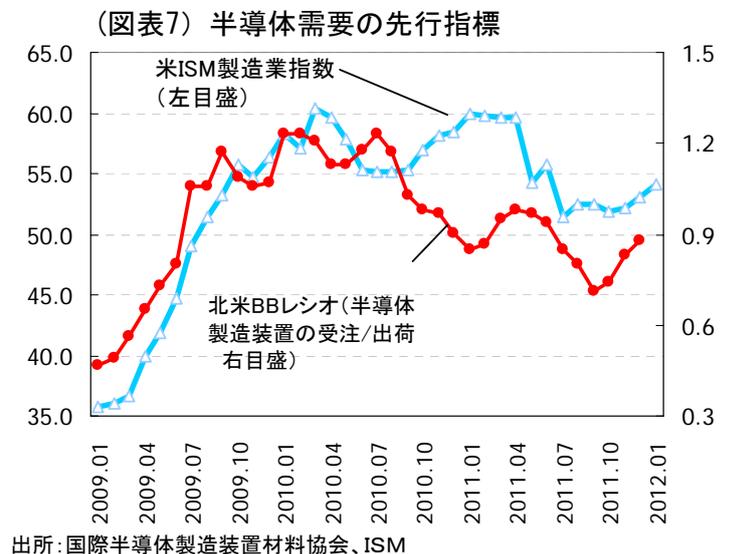


基調が弱めであることは否めない

ところで、足元の先行的な動きは、こういったメカニズムで起こっているのだろうか。過去の局面で景気循環を左右してきたのは、IT分野の循環的な変化である。日本の半導体製造装置の受注・出荷バランスを指標化したBBレシオは、このところ改善し始めている（図表7）。実は、IT分野の変動の影響が強く働く台湾や韓国でも、ようやく最悪期を脱するような動きが見られ始めている。ここには、2012年7・8月のロンドン五輪を前にして、IT分野で前向きな需要に期待する変化が起り始めているという事情があるのだろう。ISM統計は、ナスダック指数とともに、IT分野の前向きな動きを先行的に捉えて動くことが経験則として確認される。

世界的な株価上昇への変化も、ITサイクルが変化してきたことを捉えている可能性はある。

しかし、問題なのは、そうした循環的な作用が働き始めているにせよ、今次局面では回復に向けた動きが非常に弱いという点である。先進各国がリーマンショック後の後遺症を引きずっていることは説明を要しないだろう。先行指標が底入れを果たしたとしても、それが各国のGDPのデータでの回復ないし再拡大にどのくらいで顕在化していくのは不確実な部分が多い。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

おそらく、日本でも2012年1-3月のGDPは、輸出・設備投資などが弱めの動きを見せるだろう。復興需要の動きと2月のうるう要因がプラスに働くので、多くのエコノミストは、1-3月のGDPデータをみても、前向きな判断を留保する可能性はある。エコノミストの一般的な評価は、前半は弱めになり、年央にかけて踊り場を脱却するような動きになるという見方だろう。

筆者についても、株価上昇が景気回復の予兆を反映していると理解するが、マクロの景気回復がどのように進むかというタイミングに関しては、年央にかけての踊り場脱却説についてそれほど違和感を持ってはいない。実感ベースでは、回復力が鈍いので、年央くらいまで時間が経過しないと回復感は湧かないと予想する。