

Financial Trends

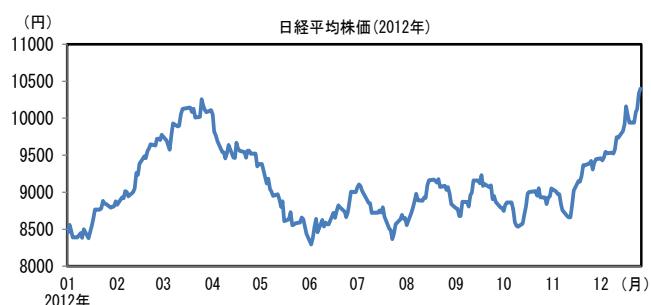
2012年振り返りと2013年相場展望 ～局面変化を感じる～

2012年12月28日(金)

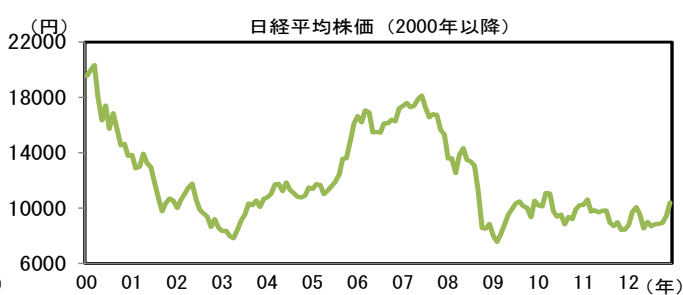
第一生命経済研究所 経済調査部
副主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

年末にかけて大きな局面変化を感じさせる動き

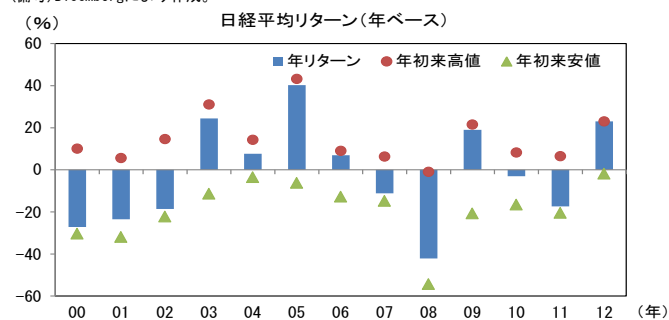
2012年の日経平均株価のレンジは8295.6円(6/4)～10406.4円(12/28前場寄り付きまで)となり、年初来リターンは20%程度となった。2000年以降の変動率を考慮すれば、数値上は「平均的な年」だった事になるが、年末にかけては大きな局面変化を感じさせる動きが見られた。「円安転化」である。年間で円がドルに対して下落したのは、リーマンショック後の反動という要素が強かった2009年を除くと、2006年以来、実に6年ぶりとなる。以下、本稿では2012年の金融市場を、円高トレンドに転じた2007年以降の流れを踏まえ振り返ることとしたい。その上で来年の相場を展望する。



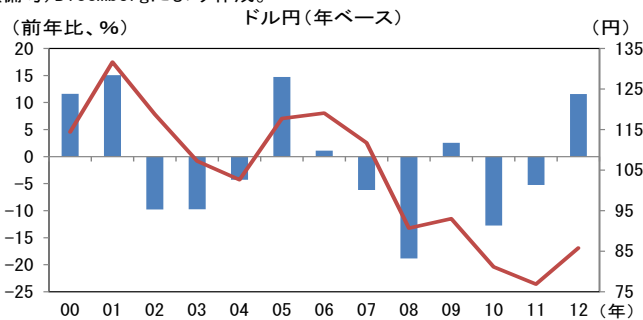
(備考) Bloombergにより作成。



(備考) Bloombergにより作成。



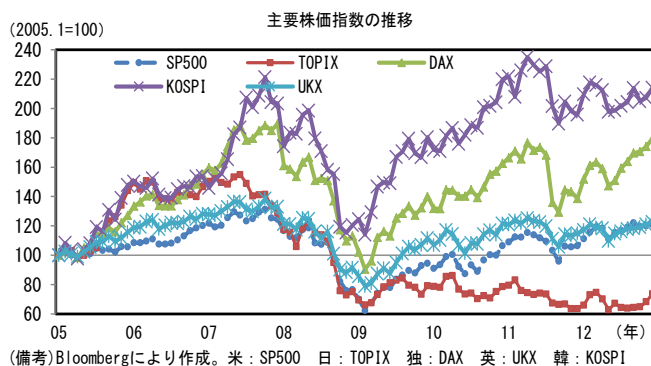
(備考) Bloombergにより作成。年初来高値(安値)のリターンは年初時点との比較による。



(備考) Bloombergにより作成。各年の年末値で前年比を算出。2012年末レートは85.80円とした。

29年ぶりの安値水準となったTOPIX、「もはやリーマン後ではない」独・韓株

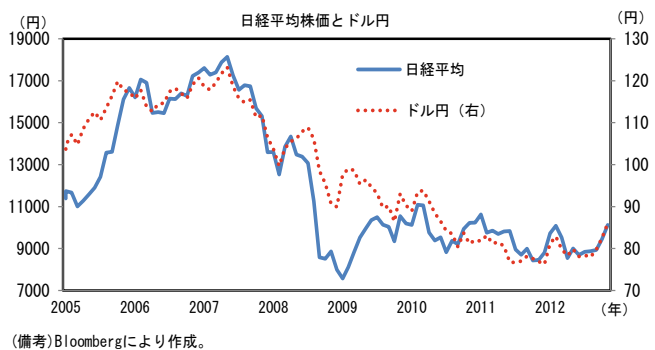
主要国の株価指数がリーマンショック前の水準を概ね回復する一方で、日本株はリーマンショック後の安値付近で推移している。TOPIXに至っては2012年6月に29年ぶりの安値水準となった。東日本大震災やタイ洪水、日中関係の悪化など日本固有の悪材料はあったが、それらを考慮しても日本株のアンダーパフォームが際立つ。日本株低迷について多くの議論があるものの、主因は円高にあるというのが、筆者を含む多くの市場関係者の理解である。対照的に通貨安を梃子に独・韓株は「もはやリーマン後ではない」と呼べる水準まで上昇している。



(備考) Bloombergにより作成。米: SP500 日: TOPIX 独: DAX 英: UKX 韓: KOSPI

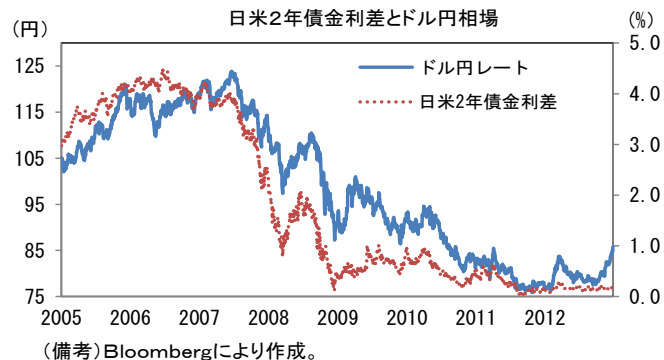
ドル円相場に身を委ねる日本株

言うまでも無く、株価は為替のみで決定されるものではない。しかしながら、2005年以降のドル円と日経平均株価の決定係数は約0.8、すなわち日経平均株価の変動は8割程度が為替で説明可能なのである。故に日本株を説明するには為替からアプローチするのが最適であると考えられる。以下、日本株を低迷させた円高について大まかな流れを整理する。



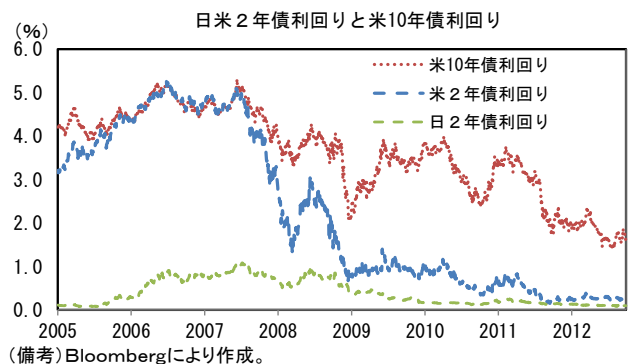
安全資産のドルと円、決定は専ら金利差による

円高の要因は様々だが、計量的な面から最も説明力があるのは日米2年債金利差とドル円の関係である。両者の相関について、決定係数は約0.85（算定対象期間：2010年初-2012/11）、すなわちドル円の変動は約85%が日米金利差要因で説明可能なのである。この強い相関について筆者は、「共に安全資産という性格を持つドルと円の交換レート決定に際しては、専ら日米の金利差が注目されるようになった」と整理している。日米金利差が拡大すれば円安、縮小すれば円高となる。



米債市場に身を委ねるドル円相場

日本の2年債利回りは2007年初時点で約0.8%であったが、その後の緩和的な金融政策の下で低下基調を辿り2010年以降は事実上の下限（付利と同水準）である0.1%付近に張り付いた。他方、米2年債利回りは2007年初の4.8%から趨勢的に低下し、事実上の下限（付利と同水準）である0.25%まで水準を切り下げた。右図が示すとおり、日米金利差の縮小は米金利の低下によってもたらされたのである。



なお、米10年債利回りは2012年7月23日に1.39%を付け、第二次世界大戦後の最低水準を更新した。「歴史的最低水準」そのものである。

米金利低下、2つのルート

米金利は段階的な政策金利の引き下げに加えて、主に2つのルートで低下してきたと考えられる。

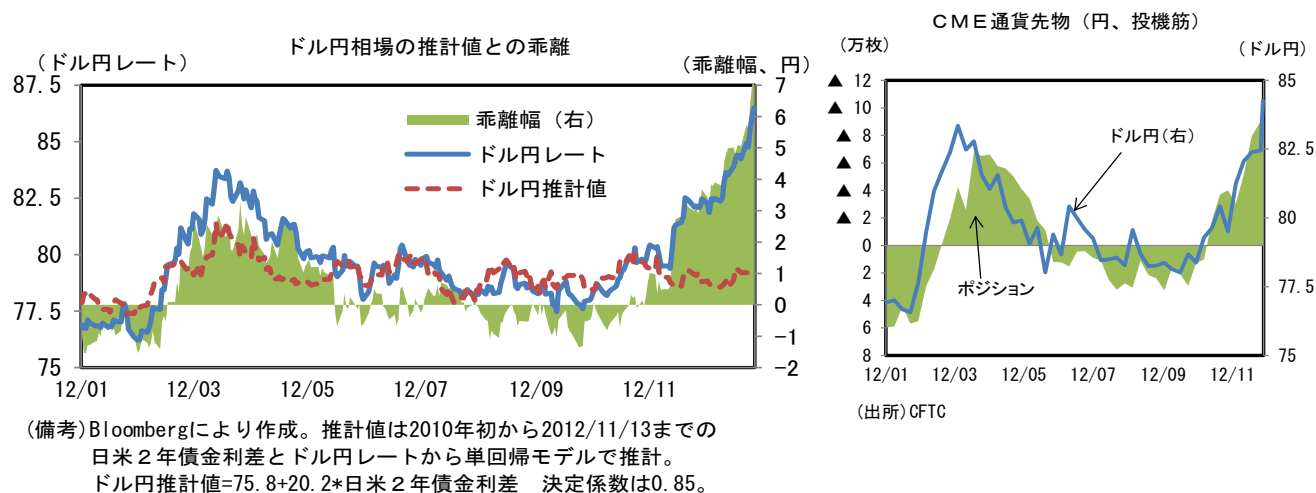
一つは、「QE（米国債、MBS買収）」、「オペレーションツイスト」、政策金利を異例の低水準に据置く「時間軸政策」などFRBが実施した緩和的な金融政策である。

もう一つのルートは欧州発の米債需要増加である。欧州債務問題が深刻化する中、投資家がユーロ建てエクスポージャーを減らした結果、その資金が逃避先として米債市場に流入したと考えられるからである。スペイン10年債利回りがユーロ導入後最高水準となる7.6%に達したのと米10年債利回りが1.39%を付けたのが共に2012年7月23日であったことが証左である。

日米金利差との相関が崩れ始めた2012年11月

2012年11月、米債市場に身を委ねてきたドル円の動きに変化が起きた。安倍総裁の発言をきっかけとした所謂「安倍トレード」である。

日米金利差とドル円の関係における決定係数は0.85、すなわちドル円の変動は85%が日米金利差で説明が可能であった。しかしながら11月入り後のドル円レートは、この関係を基に導出される理論上の為替レートから大幅に乖離し、日米金利差で説明できない水準まで円安が進行した。こうした動きは2007年以降で初のことであり、筆者を含む多くの市場関係者が“今回は違う”と感じた。

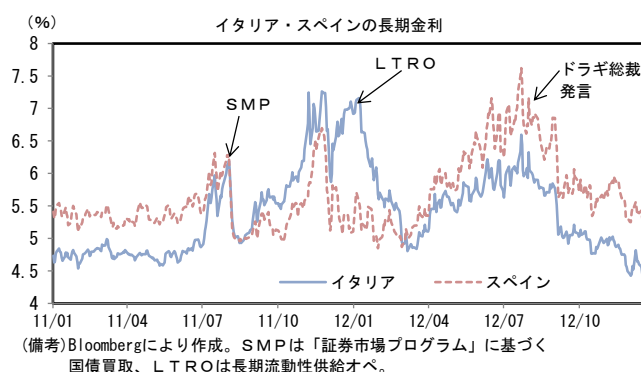


7月26日 ドラギ総裁発言「ユーロ存続のためなら何でもする、私を信じて欲しい」

2010年春頃に本格化した欧州債務問題は、2012年も金融市場を大きく揺らした。7月にはスペイン10年債利回りが「危険水域」とされる7%を越え、市場の緊張は極度に高まった。しかしながら、7月26日に放ったドラギ総裁発言で欧州市場のムードは一変した。右図が示すとおり、この日は明らかに欧州市場のターニングポイントとなった。

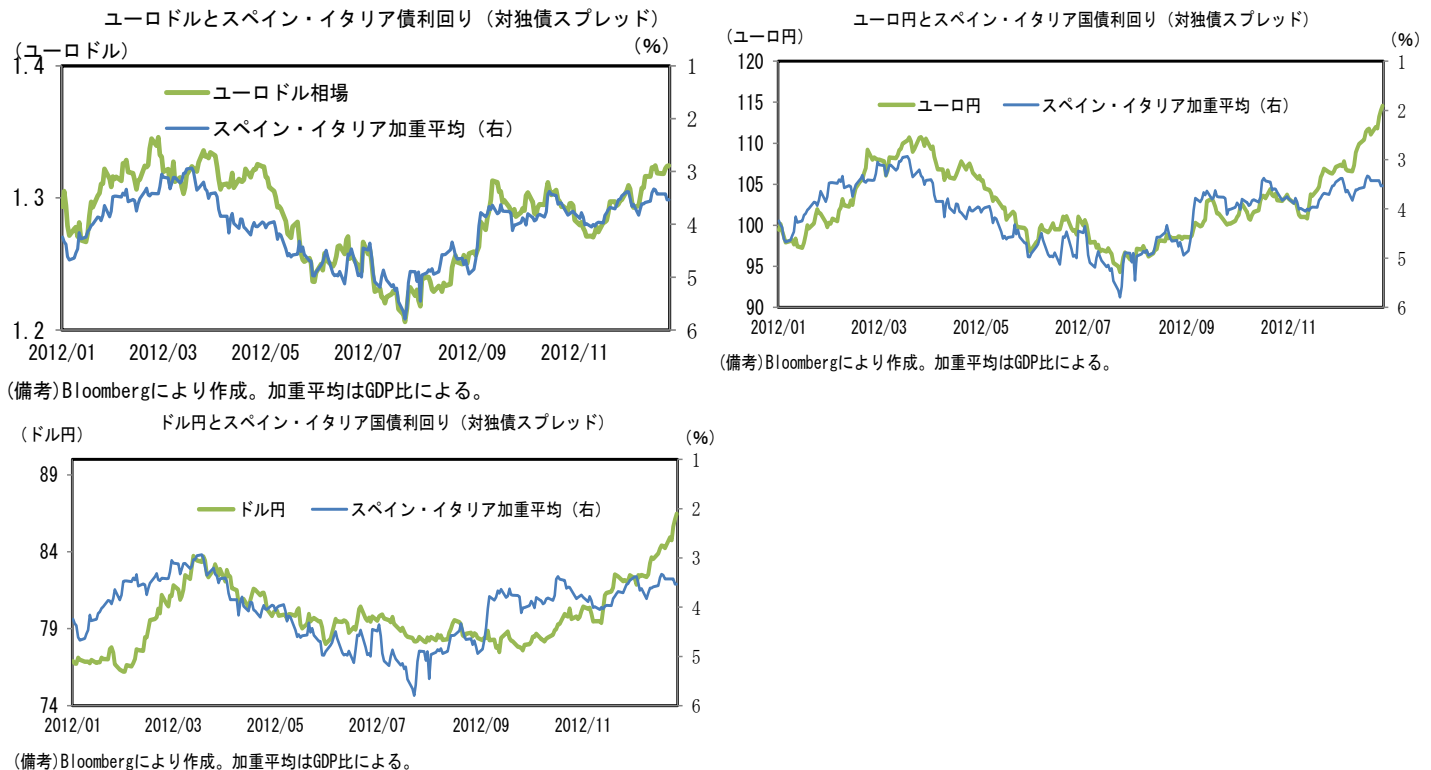
スペインやイタリアの政局の行方を踏まえると、欧州債務問題の行方について楽観は禁物だが、収束に向けて着実に前進していると評価できる。

筆者は、世界の金融市場における2012年最大の収穫は「欧州市場の緊張緩和」であると考えている。



欧州発の円安を軽視すべきでは無い

欧州の緊張緩和、すなわち投資家のリスク許容度の上昇は、安全資産としての円とドルの需要低下に繋がる。ユーロや高金利通貨が買われる一方で、ドルと円が売られる構図になる。欧州債務問題が本格化してからリスクマネーが安全資産とされるドルや円に向かう傾向が続いていたが、7月26日以降における金融市場の動向は大きな局面変化を感じさせる。重債務国の国債利回りが低下基調に転じたのと同時にドルや円が下落基調に転じたからである。この点に着目すれば、日本の金融政策期待が剥落しても欧州情勢が落ち着いている限りにおいては、円安基調は続く可能性がある。



米欧経済の回復を背景に円安・株高トレンドが継続

2012年、米経済における最大の収穫は「住宅市場の明確な持ち直し」、欧州のそれは「金融市場の緊張緩和」であると考えている。これらは為替円安を通じて日本株の強い追い風となる可能性が高い。

米国では、住宅市場の持ち直しが内需をサポートしよう。また、「財政の崖」が春頃までには解決されると見込まれることから、企業マインドの改善を通じて、設備投資と雇用に好影響をもたらす事が期待される。米金利は、期待成長率とインフレ期待の高まりから上昇し、日米金利差の拡大が意識されよう。2012年末にかけて進んだ円安は、日銀が大胆な金融緩和に踏み切るとの観測が主背景だが、米金利が上昇に転じるタイミングでは円売りが一段と加速する可能性が高い。

欧州では、債務問題の行方に不透明感が残存するものの、一連の市場安定化策が功を奏し、リスクマネーを一気に収縮させるような「ショック」の発生確率は低下した。ファンダメンタルの改善は緩慢なものに留まると予想されるが、金融市場の落ち着きを背景にユーロがドルや円に対して強含むことが予想される。

株・為替見通し (2013年末値)

日経平均株価：13000円

ドル円：95円

ユーロ円：130円