

テーマ：2013年の市場見通し

発表日：2013年2月6日（水）

～年後半にはリスク志向がさらに高まる～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

足元の市場環境

2013年に入り、はや1ヶ月が過ぎた。年初来からの各マーケットの動きを振り返ると、株価や商品などの所謂リスク性資産価格が大きく上昇した一方で、国債利回りは短期ゾーンでは低位安定が続いているものの、長期ゾーンでは上昇傾向が目立った。こうした動きは昨年11月頃から徐々に強まっている。

ファンダメンタルズ面を見ると、主要国経済においては企業の景況感などに一部改善の動きが確認されるものの、改善トレンドが強まっているとまでは言えない。一方で、生産活動などの“景気一致指標”の多くは鈍化基調から抜け出せていない国が目立つ。

このように、足元の景気動向に目立つほどの明るい兆しが確認されていないにもかかわらず、マネーがリスク性資産へ流れ始めている背景には、①経済指標の多くは未だ景気が低迷していることを示唆している一方で、悪化には向かっていないことから、景気の底入れと今後の回復期待が醸成されつつある、②9月以降、主要国中央銀行が、より大胆な量的緩和政策導入などの流動性供給を行っていることが、市場のリスクテイク志向を高めている——ことなどが大きく貢献していると考えられる。特に、足元のように短期ゾーンの金利の低位安定基調が続いていることは、中央銀行の超緩和政策が暫くは続くとの見方が強いことを示しており、流動性相場が演出されやすい。先に発表された米製造業ISM景気指数や雇用統計が底堅く推移している、あるいはじわりと改善していることや、日本の鉱工業生産統計における製造業予測指数が持ち直し傾向を辿っていることを勘案すれば、当面は投資家がリスク性資産に傾斜していく傾向が続くと考えられる。すなわち、債券市場では長期金利の上昇余地を慎重に探る格好で資金が流出し、株や国際商品市場に流れて株価や商品高を演出しよう。また、為替市場では徐々に高金利通貨が上昇し、低金利通貨が減価していくと予想される。

(05年=100) 日本の鉱工業生産指数の推移



市場が目指す米経済の本格回復

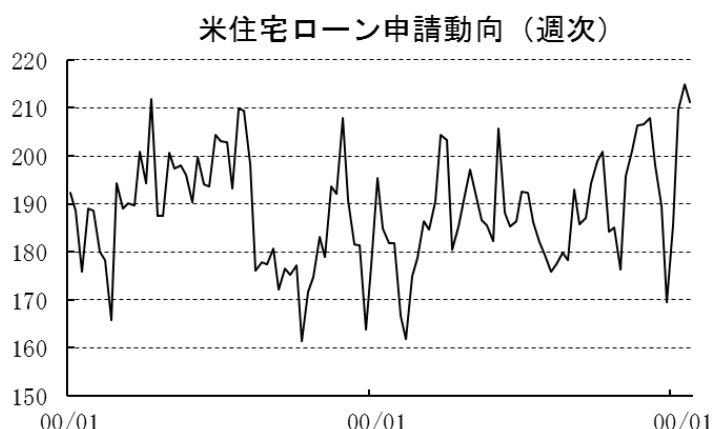
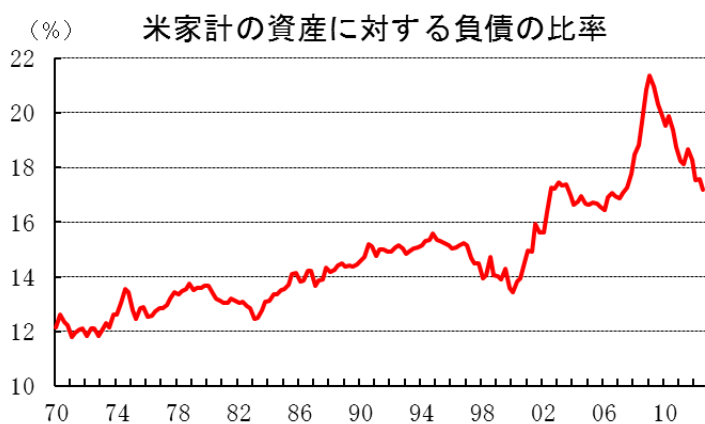
過去数年間の世界経済、及びグローバルマーケットは、米国の住宅バブル崩壊を起因とした需要不足の状態、不安定で混沌とした状況にあった。中国など新興国の台頭など、世界経済は1990年代半ば頃から新たな局面に入ったと言えるが、未だに世界経済の中心に最大の消費国家である米国があったことは、後講釈的にはあるがここ数年の世界経済の動きを見れば明らかだ。その中心にある米国の家計が、住宅バブル崩壊に伴うバランスシートの悪化で抑圧されていたため、世界経済は牽引車不在の状況におかれていた。

しかし、米家計のバランスシート調整はもう後一步で終了というところまで進んでいると考えられる。2011年までのバランスシート調整は主に株価の上昇によって進んできたが、昨春頃からは家計が保有する最大資産である不動産資産価値が住宅価格の底入れ・上昇によって加速感が出てきた。バランスシートの改善は住宅を担保とした借入が再び可能になることを示すと同時に、住宅需要を刺激して住宅価格の更なる上昇にも繋がる。

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。

足元では、09年から10年にかけて行われた住宅購入促進策が打ち切られて以降低迷が続いている購入目的の住宅ローン申請件数にも持ち直しの兆候がわずかながら見えつつある。今後、米家計が保有する第2の資産である株式（+投信）が株価の上昇で拡大傾向が続き、併せて不動産資産価値の向上が続くにつれて、住宅需要の持ち直しと、消費の拡大がより明確化してこよう。こうした効果は、高所得者向けの一部減税打ち切りや、給与減税の打ち切りによる消費抑制効果のある程度減殺すると考えられる。

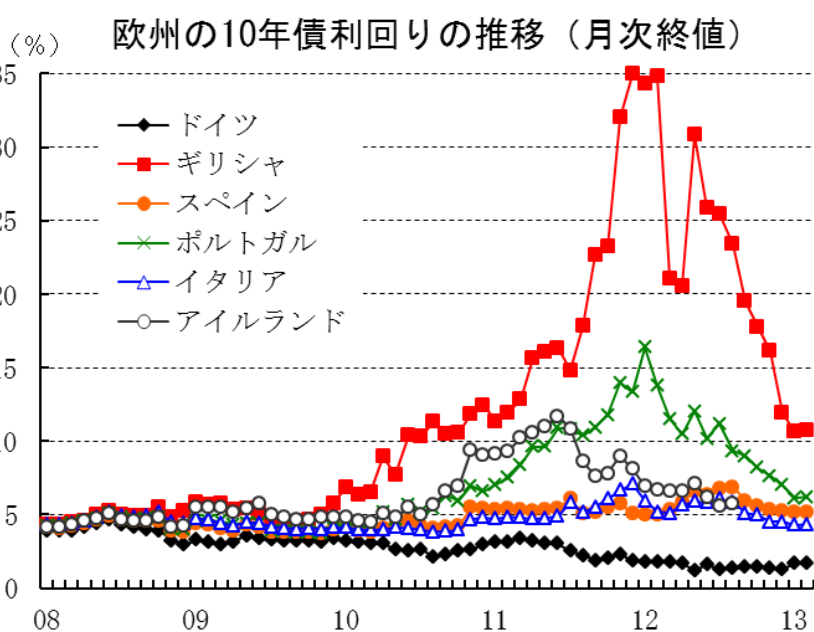
このような株価の上昇を演出した最大の功績はF R Bが昨年9月に決定したQ E 3と、12月に決定したQ E 3+と言える国債買い取りによる、実質的な大量の流動性供給である。米株価と流動性との間には明確な相関性が足元まで確認されており、米株価はP E Rの上昇を伴う形で業績の伸び以上の上昇が期待される。これにより家計のバランスシート調整が進展しやすくなったことで、早期の消費主導による米景気の本格回復も見えてきた。同時に、同国の消費主導の回復は、世界経済の回復力を高めることにも繋がろう。



欧州財政リスクも軽減

ここ数年グローバルマーケットを悩ませてきたもう一つの要素が、欧州の財政問題だ。この問題の根本解決には、不完全な形で統合しているユーロのあり方を変える必要がある。すなわち、①財政統合、②金融監督統合、が必要となる。これに向けた動きは見られるものの、特に①の問題については政治的な困難さもあってかなりの時間を要するだろう。

ただし、欧州の財政問題をこじらせた直接的な原因は、金利が上昇して財政悪化に拍車をかけた債券市場の混乱を放置したことと、財政悪化国に対して闇雲に緊縮財政政策を求め、これが却って景気の悪化を生んで財政改善を遅らせたことである。これらの問題に対して、条件付きではあるものの無制限で債券を買い取る方針をE C Bが打ち出した9月以降、南欧諸国の国債利回りは急激に低下した。E C Bという巨大投資家が出現したことで、国債市場が混乱するリスクはかなりの程度軽減したと言えよう。また、12月にはギリシャに対して財政健全化のゴールを2年間後ろ倒しにすることが決定されたが、このことはギリシャがより緩やかなスキームで財政健全化を目指すことが可能になり、追加の緊縮財政政策を行うことによる“追加”の景気下ぶれ圧力増大をしばらくの間は回避することができるようになったことを意味する。無論、いたずらに



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。

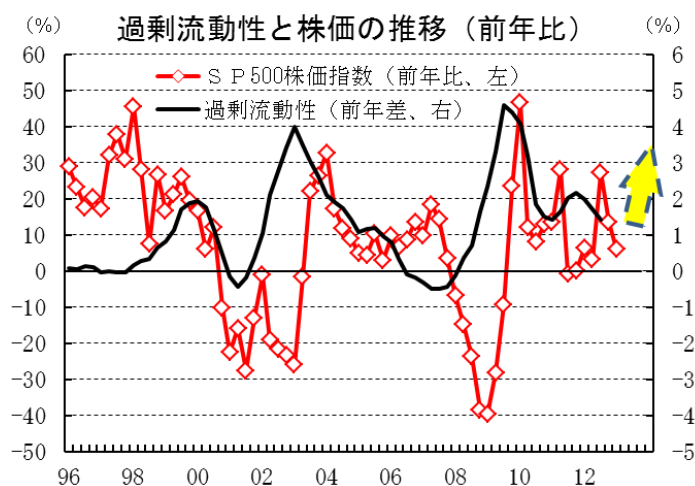
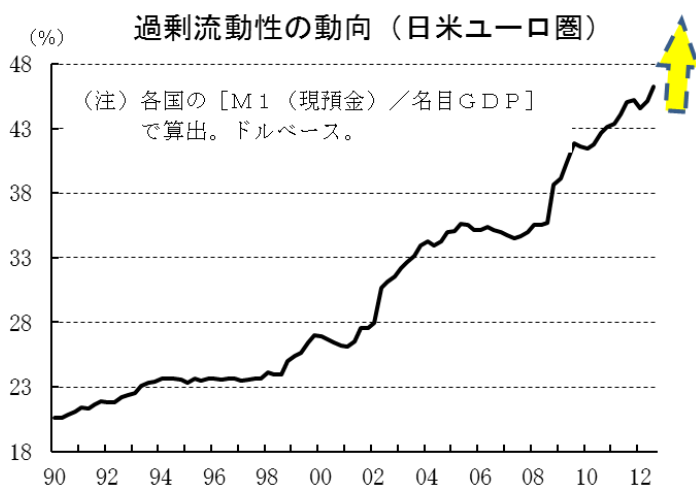
財政健全化を放棄することはできないが、ある程度の時間的な猶予を与えられたことで、景気を取り巻く環境が好転し、財政健全化が進みやすくなる状況を待つことができる。足元にかけての欧州国債市場における鎮静化には、こうしたいわば原理主義的な財政改善策の方針に変化が見られていることも寄与していると考えられる。

欧州の各種景気指標を見渡すと、域内景気は内需を中心に引き続き厳しい状態にあることがわかる。ただし、域内製造業の景況感の悪化にはこのところ歯止めがかかってきた。海外経済については、中国など新興国の一部では、これまで執られた景気対策の効果もあって持ち直し感がでてくるなど、循環的に景気が回復局面に入る兆候が高まっている。今後は、こうした海外景気を持ち直しにつれて域内でも外需の回復が期待され、景気の悪化にも歯止めがかかろう。また、前述したように米国が消費主導の自律的な景気回復軌道に乗った後は、欧州景気にも浮揚感が高まり、税収の増加を通じて財政健全化も徐々に進捗すると予想される。

もっとも、当該問題の解決には、まだ乗り越えなければならない様々な課題がある。まず、世界経済が持ち直したとしても、目立った輸出品のないギリシャなどには景気浮揚の効果は小さい。また、スペインを中心とした金融機関の不良債権処理も遅れている。イタリアでは総選挙が行われる予定だが、厳しい緊縮財政政策の下で世論の動きは読みにくく、政治リスクも高まりやすい環境は続いている。しかし、これらの問題は環境が好転するにつれ、少なくとも一段と悪化していくリスクは小さい。この間に、ユーロがいかに抜本的解決に向けた構造改革に手をつけられるかが問われるが、当面の間はグローバルマーケットを混乱に陥らせるような事態は避けられると判断する。

過剰流動性と景気回復期待に裏打ちされた“リスクオン”相場

今年の市場動向を探ると、当面は主要国の超低金利政策、なかでも米国のQE3と日銀の量的緩和政策による過剰流動性を背景に、世界的な景気回復期待を牽引役とした格好で、株価は上昇基調を辿っていき。一方で、債券市場では株式市場などのリスク性資産に資金が流出する分だけ長期金利に上昇圧力がかかりやすいものの、当面は低金利政策の長期化期待もあってその上昇余地は限定的で、短期金利は超低水準での安定的な推移が続こう。



こうした流れに若干の変化が見られるのは、年半ば頃からとなろう。この時期になると、世界的な景気を持ち直し感はより明確となり、米国では住宅市場と個人消費のスパイラル的な盛り上がり牽引車とした自律的な景気回復も見えてこよう。リスク性資産では、国際商品市況の上昇が目立ち始め、新興国や資源国の一部では利下げ打ち止め感が強まり、特に資源価格とインフレとの連動性が高いオーストラリアなどでは早くも利上げに転じる可能性がある。米国でも、QE2時にガソリンなどのインフレ上昇を背景に消費に減速圧力がかかった反省も踏まえ、年内にはQE3が打ち切られるとの観測も出てこよう。同様に、ユーロ圏でも物価上昇を懸念する格好で、ECBは超低金利政策終了の時期が近いことを示唆し始めよう。一方で、日本ではデフレ脱却に向けた量的緩和政策を堅持する姿勢は変わらないだろう。世界的には、長期ゾーン中心に金利の上昇傾向が徐々に明確化する一方で、日本では超緩和政策の維持が見込まれることから、為替市場では円独歩安の展開

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。

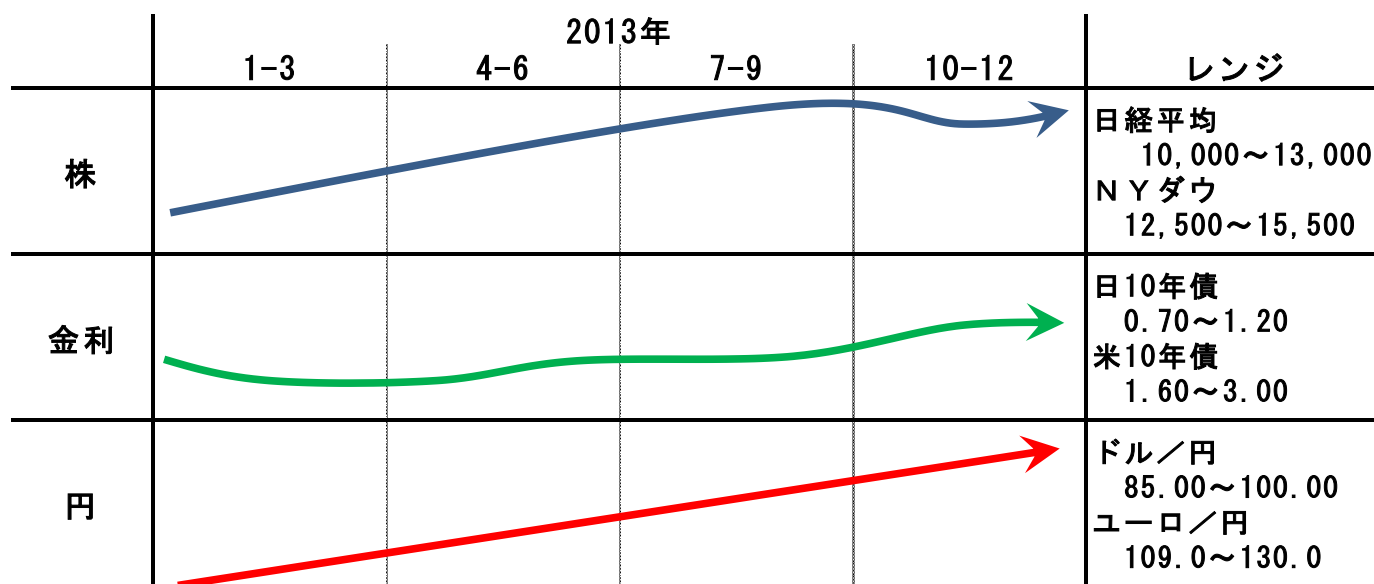
が一層強まると見込まれる。同時に、日本発の流動性供給は維持されることから、景気の本格回復を背景に世界的な株高傾向は継続すると予想される。

日本の株、金利、為替相場について具体的に見ていくと、足元ではこれまでの“アベノミクス”に対する期待による押し上げ効果が徐々に薄らぎ、実際の行動を見極める段階に入っていると考えられ、グローバルなマーケットに影響を受けやすい環境に戻ったと言えよう。米国の財政の崖の残存、欧州の政治問題に起因する財政懸念など、海外には不透明要因が多いため、これらの問題が市場でクローズアップされれば、円高や株安要因になり得る。ただし、こうした影響は年内いっぱい尾を引くようなものではない。前述したように、欧州の問題は散発的に市場の話題になる可能性はあるものの、財政破綻懸念が高まるリスクは小さくなった。米国の財政の崖問題については、政府、議会ともに一時的でさえデフォルトという最悪の事態に陥ることは避けると見込まれる。

この間、日本では日銀の正副総裁人事の決定、補正予算の成立、“骨太の方針”という成長政略の策定、そして参院選と、デフレ脱却を最優先とする政策の足固めとなり得るイベントが数多く存在する。これらのイベントを政府が着実にこなしていくことができれば、市場が“期待”していた政策が“実現”することで、円安・株高の流れを寄り強固にしよう。

年後半以降は米経済の本格回復など、外部環境の好転が見込まれる一方で、日本では参院選後に消費税率引き上げの可否、TPP交渉参加の可否という、世論を二分している問題について政治的決断を迫られる。これらの問題は市場でも注目度が高いため、政府の決断結果次第では市場が大きく揺らぐリスクも十分にある。現状で、ほぼ確実視されているのは2014年4月からの消費税率引き上げだが、これが決定的ということになれば、増税後の景気や企業業績への悪影響を見極める必要があるため、株価の上昇も一服せざるを得なくなるだろう。一方で、世界的な景気回復傾向の鮮明化によって円安の流れは継続すると見込まれる。これがある程度の支えとなって、株価は政府が市場の期待に適った政策を執り続ける限りにおいては、消費税率引き上げが決定したことによる調整幅は大きなものとはならないと考えられる。

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ



具体的には、ドル/円相場は1ドル=100円程度までの円安ドル高を見込む。ただし、年末に向けて米国でQE3からの脱却が臨める状態となった場合、同100円を超える円安進展の可能性もある。一方、日経平均株価は13,000円程度までの上昇を予想する。為替円安が進むことに加えて、大規模な公共投資を含む補正予算、消費税率引き上げ前の駆け込み需要などもあって、来期（14年3月期）の上場企業の経常利益増益率は+30~40%程度と、高い伸びが予想される。この点を勘案すれば、日経平均株価が13,000円程度まで上昇しても、予想PER水準は15~17倍程度と“割高”や“過熱”と指摘されるほどの水準ではない。消費税率引き上げ後は、駆け込み需要の反動減によって15年3月期の企業収益にはマイナスの影響が及ぶ。このことはPERを抑

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。

制する要因ではあるものの、一方で日銀による緩和策の拡充や円安の持続という P E R 押し上げ要因も存在するため、同水準程度までの上昇は十分にあり得る。長期金利は、世界的な景気の持ち直しによる金利上昇とリスク選好性の高まり、円安による輸入物価の上昇といった金利押し上げ要因が高まってくる。これに対し、日銀による買取対象国債が長期化すれば、一定程度金利上昇を抑制する力も働く。このため、10年債利回りは足元の水準よりも上昇はするものの、1.00~1.20%程度にとどまると予想される。ただし、米経済の本格回復によって、07年のサブプライムローン以降安全性と流動性の高さに惹かれて国債市場に流入してきた海外からの資金が流出する恐れがある。これにより、需給が一時的に緩和、併せて価格差益を狙って保有している国内金融機関が損失回避のために一斉に売却に動けば、03年に10年債利回りを1%ほど押し上げた v a r ショックが再来するリスクがある。もっとも、こうした局面に見舞われたとしても、日銀による超緩和政策が長期化するとの期待が強いなかでは、金利は景気実態対比やや低い水準へとやがて収斂していこう。

(グラフ出所)

1 ページ「日本の鉱工業生産指数の推移」…経済産業省

2 ページ「米家計の資産に対する負債の比率」及び「米住宅ローン申請件数」…Ecowin

2 ページ「欧州の10年債利回りの推移」…Bloomberg

3 ページ「過剰流動性の動向」及び「過剰流動性と株価の推移」…Ecowin、Bloomberg

いずれもデータ加工は第一生命経済研究所。