

## レームダック会合は「現状維持」、期待に働きかける策を求ム

2013年2月14日(木)

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

17:02 現在

### <主要株価指数>

	終値	前日比
日経平均株価	11307.28 円	55.87 円
TOPIX	954.88 pt	▲2.14 pt
NYダウ	13,982.91 ドル	▲35.79 ドル
DAX(独)	7,711.89 ドル	51.7 ドル
FT100(英)	6,359.11 pt	20.73 pt
CAC(仏)	3,698.53 pt	11.95 pt
上海総合※		

### <外国為替>※

ドル円	93.48 円	0.09 円
ユーロ円	125.14 円	▲0.49 円
ドルユーロ	1.3387 ドル	▲0.007 ドル

### <長期金利>

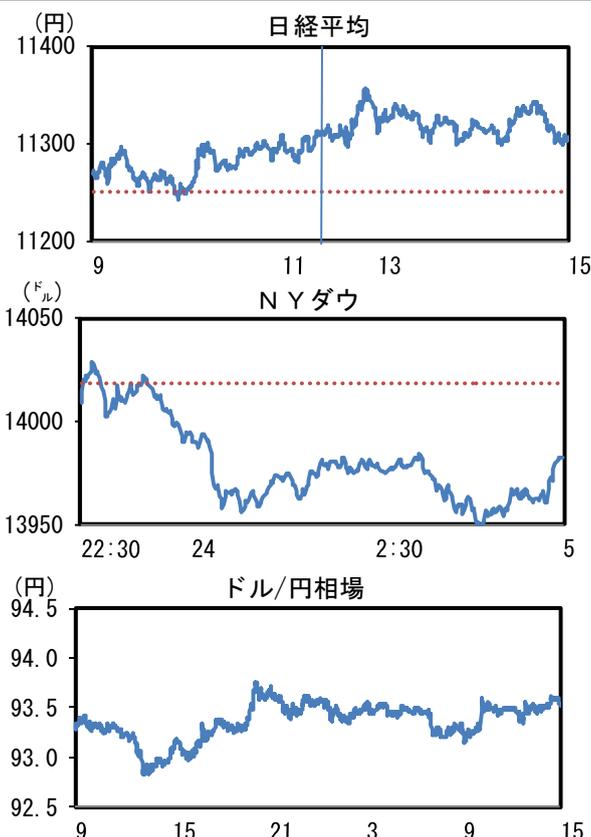
日本※	0.765 %	0.025 %
アメリカ	2.028 %	0.051 %
イギリス	2.209 %	0.106 %
ドイツ	1.671 %	0.042 %
フランス	2.285 %	0.021 %
イタリア	4.397 %	▲0.110 %
スペイン	5.202 %	▲0.121 %
オーストラリア	3.592 %	0.137 %

### <商品>

NY原油	97.01 ドル	▲0.50 ドル
NY金	1644.20 ドル	▲4.50 ドル

※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。

(出所) Bloomberg



### 【海外株式市場】 ～米個人消費はプラス確保、大打撃は杞憂に終わった可能性～

13日の米国株式市場、NYダウ平均株価は反落。前日比▲35.79ドルの13982.91ドルで取引を終了（S&P500は0.1%高）。米経済指標は、概ね市場予想通りの結果となったものの高値警戒感などから買いが手控えられた。

1月小売売上高は、前月比+0.1%と市場予想と一致し、前月（同+0.5%）から減速。変動の大きい自動車を除いた小売売上高は同+0.2%と市場予想（同+0.1%）を上回ったものの前月（+0.3%）からは減速。GDP算出に用いられるコア小売売上高（除く自動車、ガソリン、建材）は同+0.1%と市場予想（+0.3%）を下回ると共に前月（+0.7%）から減速。全体としてみれば、拡大ペースこそ鈍化したものの、プラスを確保しており、年初からの増税が個人消費に深刻な影響を及ぼすとの懸念は杞憂に終わった可能性が指摘できる。

欧州関連では、12月ユーロ圏鉱工業生産が前月比+0.7%と市場予想（同+0.2%）を上回った。ただし、前月分が速報値（同▲0.3%）から下方改定（同▲0.7%）されている事は割り引いて評価する必要がある。

## 【外国為替相場・債券市場】 ～発言相場、米10年債利回り2%越え～

13-14日の外国為替市場では、円がドルやユーロに対して売られる展開となった。G7声明の解釈が分かれる中、ロシア財務次官が「円は明らかに過大評価されている」と発言した事などから円が売られる展開となった。通貨安競争についての発言が相次いでいるものの、日本の金融政策を真っ向から否定するような趣旨の発言は無く、且つ、一部に肯定的な発言もあることから、全体の内容を均してみればニュートラルと捉えて問題は無いだろう。米債市場では、米10年債利回りが上昇、日米金利差の拡大を通じた円売り要因になった。

その後、日本時間では岩田一政前日銀副総裁の一連の発言を受け、日銀の追加緩和期待が膨らみ円売りが加速。「発言相場」そのものである。なお、日銀の金融政策「現状維持」の影響は限定的だった。

## 【国内株式市場】 ～GDP下振れも影響は限定的、会合結果は“無風”～

14日の東京株式市場、日経平均株価は反発。前日比+55.87円の11307.28円で取引を終了（TOPIXは小幅安）。午前中に進んだ為替円安が好感され、輸出関連株中心に買われる展開となった。

寄付き前に公表された日本の10-12月期GDP（速報値）は前期比年率▲0.4%と市場予想（同+0.5%）を下回り、3四半期連続のマイナス成長となったものの、市場予想の範囲内だった事に加え、「10-12月期が底」との見方が大勢で影響は限定的だった。もっとも、市場予想下振れは在庫投資の減少に起因するものであり、在庫調整の進展と捉えればネガティブな印象はない。

なお、日銀の金融政策決定会合の結果は「現状維持」がコンセンサスだったこともあり影響は限定的。

先行きについて、G20財務相・中央銀行総裁会議（15-16日）では、新興国サイドから円安牽制発言が相次ぐ事が見込まれるものの、先進国はG7声明と同様の発言を繰り返すとみられ、影響は限定的とみる。

## 【注目点】 ～レームダック会合は「現状維持」、インフレ期待に働きかける策を求め～

本日、日本銀行はレームダック化しつつある金融政策決定会合で金融政策の「現状維持」を発表すると共に景気判断を「弱めに推移している」から「下げ止まりつつある」に上方修正した。結果発表直後の市場では、ごく短期的な変動がみられたが株・為替への影響はニュートラルと捉えて問題無いだろう。

筆者は、3月会合も「現状維持」を予想しているが、4月会合（3-4日、26日）では追加緩和の決定が濃厚だ。新総裁が決定していない現段階において、具体策を予想することは難しいが、バランスシートの拡大は必至だろう。マネー供給量だけで為替を説明できる訳ではなく、過去（2003-06年）には全く説明できない時期もあったが、市場の関心が集中しているからには、日銀も期待に応える必要がある（右下図）。

ただし、金融政策主導で「円高・デフレ」の悪循環を断ち切るには、単純なマネー供給量の増加（≒バランスシート拡大）により「貨幣価値の下落（円安）」を狙うのでは無く、「インフレ期待」に主眼を置く事が重要となる。当然、（期待）インフレ率が上昇すれば円は減価する。先の物価目標引き上げは、インフレ期待に働きかけると言う点で、実に正しかったと評価できる。

しかし、期待インフレ率の上昇が名目長期金利の上昇を招き、景気を腰折れさせては意味が無い。景気回復とデフレ脱却には、期待インフレ率の上昇と名目長期金利の低位安定を同時進行させる必要がある。つまり実質金利の低下である。

これを可能にするのは、国債購入の規模拡大とデュレーション長期化に他ならない。

## 【NYダウ・日経平均株価予想レンジ（5営業日内）】

NYダウ 13700~14200<sup>ドル</sup> 日経平均株価 10900~11600円

