

テーマ：ベルルスコーニショックで市場は暫く停滞か

発表日：2013年2月27日（水）

～結果見えるまでリスクに傾斜しにくくなるのは必至～

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

イタリア人の選択と市場の我慢

26日（日本時間）に結果が明らかとなったイタリアの総選挙は、明確な勝者のいない大混戦となった模様だ¹。これにより、イタリアの財政健全化に向けた動きが後退するのではないかという懸念が市場で台頭、ユーロが急落したほか、世界的に株安債券高（金利低下）の動きとなった。円相場は、対ドルで一時1ドル＝90.86円（前日比▲2.54円）まで、対ユーロでは1ユーロ＝118.73円（前日比▲4.49円）まで円高が急伸した。久方ぶりの「リスクオフに伴う低金利通貨高（円高）」である。リスク性資産の象徴とも言える株価は、NYダウが前日比▲216.40ドル（▲1.6%）と、やはり急落している。

総選挙の結果から見えるイタリア人の想いは、11.2%に達する高失業率（12年12月）に象徴される厳しい経済状況の中で、景気の足を引っ張る緊縮財政政策に対する嫌悪感と、ユーロという枠組みの中で経済の立て直しを図りたいという前向きな気持ちとのせめぎ合いだ。各種報道によれば、選挙戦終盤にかけてベルルスコーニ前首相が大胆な税還付の方針を打ち出したこともあって、所謂“緊縮財政否定派”が猛追したということだ。

今後のイタリア政局は、下院を僅かながらも制した民主党がどのような形で連立を模索するのか、あるいは首相指名権のある大統領が誰を首相に指名するのかなど流動的ではあるが、いずれにせよドイツなどユーロ他国の期待を集めたモンティ前政権時代に比べて緊縮財政路線が軌道修正される可能性は極めて高い。その度合いがどの程度のものになるのか、そしてそれをドイツやフランスなどの他のユーロ加盟国が受け入れ可能なものなのかどうかを、市場は注意深く見守ることを余儀なくされよう。また、連立政権が成り立たず、数ヶ月以内に再選挙を実施することも考えられるが、今選挙終盤に緊縮財政否定派の支持が急速に高まったとの報道通りであるならば、緊縮財政派が巻き返すハードルは高いと言わざるを得ない。この場合も、市場はリスクを抑制した格好で結果を待つことになる。

リスクオフの日本市場への影響

市場にとってみれば“最悪”とも言える今回の選挙結果は、前述したように世界的なリスクオフという流れを作った。昨年11月の解散総選挙の流れとなって以降、世界の流れをはね除けて進んできた円安の流れも、今回ばかりは一旦“頓挫”を余儀なくされよう。その背景には、①昨年11月以降市場が注視したリスク要因の中で、今回の問題は最も不透明感が強いこと²、②日銀の新体制がほぼ固まったうえ、TPP参加の流れができあがるなど、所謂“アベノミクス”に絡んで打ち出されてきた様々な布石は当面出尽くしたと考えられ、期待という推進力を市場が得にくくなったこと³——などが挙げられる。

一方で、総選挙の結果を受けた東京市場では、ドル/円相場は1ドル＝92.76円、ユーロ/円相場は1ユーロ＝121.37円まで円安に戻した。株価も、日経平均先物（シカゴ）が11,100円まで値下がりしたものの、現物の日経平均株価は一時11,520.24円まで戻した（26日の引け値は11,398.81円）。株式市場については、他の市場（米国や中国など）に比べて、夜間取引である日経平均先物の下げは大きすぎていることが、“先物からの

¹ イタリア総選挙の詳細解説は、弊社 EU Trends「ベルルスコーニが戻ってきた」田中主席エコノミスト（13/2/26）をご参照。

² 昨年末の米財政の崖の問題も大きかったが、ことが大きいだけに米政府と議会はギリギリの段階で歩み寄ると“根拠無き確信”を持っていたと考えられる。

³ 弊社 Market Watching「TPP前進、日銀人事を受けた今後のマーケット」鳶峰（13/2/25）をご参照。

戻り”を演出した点もあるが、為替市場における円高からの巻き戻しは、改めて円安圧力が強いことを窺わせる。これは、日銀が今後より大胆な金融緩和策を講じるとの期待が寄与したと考えられる。すなわち、一連のリフレ政策（期待）が円高圧力を相当程度和らげ、それが株価の維持にも貢献する形で、日本市場への悪影響の緩衝材として貢献していると考えられる。

当面の市場見通し

一夜明けた26日の欧米市場では、前日の取引でイタリア選挙の結果を織り込めていなかった欧州では大幅安となった一方で、前日のマーケットに選挙結果が反映されていた米国では買い戻しの動きが優勢となり、NYダウは前日の下げの半分を取り戻した。為替市場に目を転じると、円、ドル、ユーロの三極通貨は概ね横ばい圏での推移となった。イタリアの政局、財政運営がどのように変化するか全く予測がつかなくなったことで、市場は様子見を決め込むようだ。もっとも、同日に米国で発表された住宅関連指標や消費者マインドが市場予想を上回る好内容だったことや、バーナンキFRB議長による議会証言の内容が、暫くは量的緩和政策が続くとの市場の期待を裏切らない内容だったことも、市場が落ち着くことに貢献したと考えられる。

しかし、先行きについてこのまま市場がリスク選好を復活させていくとは考えにくい。前述したように、イタリア政局については極めて流動的だが、財政再建への取り組みが後退することは不可避と言えよう。問題はどの程度後退するのかと、それを他のユーロ加盟国が受け入れるかどうかであり、イタリア総選挙の結果が見える前とでは環境は大きく異なっている。その分だけ、市場のリスク許容度は低下しており、着地点が見えるまでは回復しにくい。無論、同問題によるリスク許容度低下分を埋めるだけの好材料が出てくれば、市場のリスク許容度は回復するが、その材料としては①今週末に期限を迎える米財政の崖について、財政強制カットの期限を後ずれさせる、ないしは債務削減に向けた超党派の話し合いが決着するなど回避できること、②経済指標の改善によって景況感がより明るさを増すこと——などが考えられる。このうち、①の要因については、強制カットが発動することでリスク許容度を更に低下させる要因にもなり得る点には要注意なうえ、期限前に抜本解決、すなわち超党派による具体的な債務圧縮案が合意に至る可能性は極めて低いと考えられる。また、②については米国や中国の経済指標が急激に強含むとは考えにくく、楽観的に観ても世界景気に対する市場の評価がより強気に傾斜するには相応の時間がかかろう。

したがって、ここから暫くは各種マーケットは“冴えない”展開が続くと考えられる。FRBによるQE3や、ECBによる国債買入プログラム（OMT）、日銀新体制下での更なる緩和措置期待など、主要国中央銀行による量的緩和政策による過剰流動性や市場安定化策などが、市場にとっては安心感として働くため、たとえばイタリア問題が“拗れる”ようなことがなければ、リスク許容度が極端に低下して市場が混乱するリスクは小さい。当面は、世界的に株価は横ばい圏で方向感を失い、金利は低下余地を探る展開が続くと考えられ、イタリア問題や米財政の崖（第二弾）問題次第では、そうした展開が数ヶ月にわたる可能性もある。

もっとも、イタリア問題などが悪化の度を深めていかない限り、筆者は米国の本格回復を主導とした株価上昇などの中期的な市場の見通しを変える必要はないと考えている。日銀による更なる緩和措置は、市場のリスク許容度が回復するに連れ円安圧力を高めていくとの見方も変える必要はないだろう。