

## 絶妙な不完全さを求ム

2013年4月2日(火)

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

15:44 現在

### <主要株価指数>

	終値	前日比
日経平均株価	12003.43 円	▲131.59 円
TOPIX	991.34 pt	▲9.23 pt
NYダウ	14,572.85 ドル	▲5.69 ドル
DAX (独)	7,795.31 pt	
FT100 (英)	6,411.74 pt	
CAC (仏)	3,731.42 pt	
上海総合※	2,225.34 pt	▲9.055 pt

### <外国為替>※

ドル円	92.84 円	▲0.38 円
ユーロ円	119.29 円	▲0.50 円
ドルユーロ	1.2849 ドル	0.000 ドル

### <長期金利>※

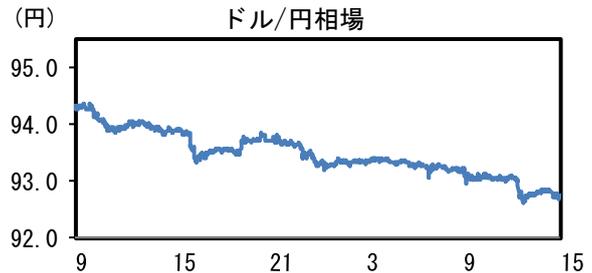
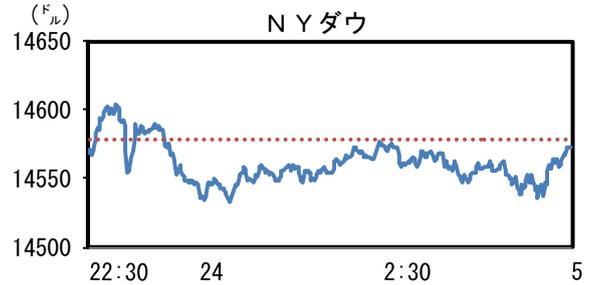
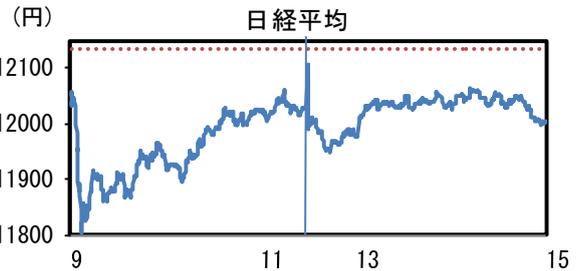
日本	0.560 %	0.005 %
アメリカ	1.831 %	▲0.017 %
イギリス	1.768 %	
ドイツ	1.289 %	
フランス	2.025 %	
イタリア	4.763 %	
スペイン	5.060 %	
オーストラリア	3.399 %	▲0.011 %

### <商品>

NY原油	97.07 ドル	▲0.16 ドル
NY金	1600.00 ドル	5.20 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



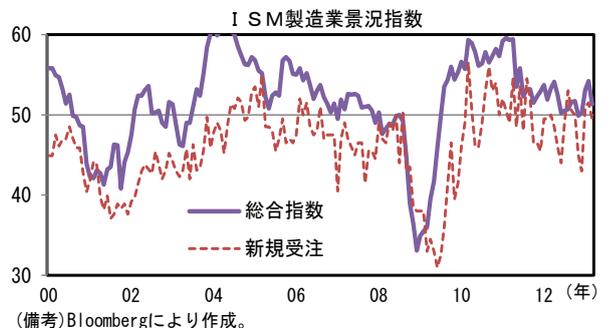
## 【海外株式市場】 ～ISMはネガティブ～

1日の米国株式市場、NYダウ平均株価は反落。前営業日比▲5.69ドルの14572.85ドルで取引を終了。米経済指標は嫌気されたものの、一部銘柄の株主還元策が好感されたことなどから、下値は限定的となった。

3月ISM製造業景況指数は51.3と市場予想(54.0)を大幅に下回り前月(54.2)から悪化(図)。新規受注が大幅低下(57.8→51.4)したほか、生産も弱く

(57.6→52.2)、ヘッドラインの悪化以上にネガティブ。雇用の改善(52.6→54.2)こそポジティブだが、全体としては拡大モメンタム鈍化を意識させる結果である。

ただし、今月は自動歳出削減プログラム発動の影響が色濃く出ていると思われ、モメンタム鈍化が一時的要因によってもたらされている可能性は排除すべきではないだろう。

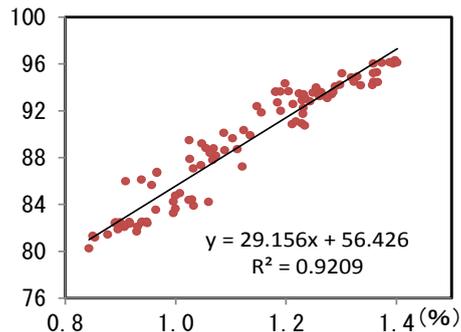


## 【外国為替相場・債券市場】 ～望ましくないユーロ高～

1-2日の外国為替市場では、ユーロがドルや円に対して買われる展開となった。ただし、昨秋から今年2月頃までに観測されたリスク選好の結果のユーロ高ではない点に注意が必要。やや失望的なISM製造業景況指数が米経済の回復期待およびQE早期縮小懸念を後退させたことによるドル売りの結果であり、楽観的な要素は含まない。今後も米経済の回復期待を萎ませるような弱気材料が相次ぎ、ドル安主導のユーロ高を招けば、ユーロ高が回復の足取りがおぼつかない欧州経済の足枷となりかねず、米欧双方に望ましくない展開となる可能性がある。

ドル円に関しても、米経済回復期待が萎むことで米金利上昇圧力が低減すれば、円安トレンドはかなりの減速を強いられよう(図)。もっとも、FRBの出口戦略が意識される中では、米金利の低下余地も限定的と考えられ、円高基調にトレンドが変化する可能性も低い。

(円) 日米10年債金利差とドル円



(備考) Bloombergにより作成。2012/11/14-

## 【国内株式市場】 ～会合前にハードルは下がったが～

2日の東京株式市場、日経平均株価は続落。前日比▲131.59円の12003.43円で取引を終了。ISM製造業景況指数が嫌気され安く寄り付いた後、乱高下を繰り返す展開となった。4日に金融政策決定会合を控えて短期的なポジション調整に絡む売りが膨らんだものと考えられるが、押し目買いも限定的。ここ数日、市場予想を下回る米経済指標が散見されるようになったことで、投資家心理が悪化しているものと思われる。

## 【注目点】 ～絶妙な不完全さを求め～

今回の会合で予想される(≒織り込まれている)オプションは①基金方式による長期国債買い入れと輪番オペによる長期国債買い入れの統合(同時に銀行券ルールは撤廃)②買い入れ対象国債の年限長期化(日銀保有国債の満期構成を発行市場のそれに近づけることでデュレーション長期化を図るイメージ)③毎月の長期国債買い入れ額を5兆円程度まで増額(現状;基金約2兆円+輪番オペ約1.8兆円)④時間軸の強化(ゼロ金利政策を2%の物価上昇が見通せるまで継続)⑤リスク性資産の買い入れ対象拡大・増額⑥付利の撤廃・引き下げ、などである。これらのうち①②③は市場の期待を満たす(或いは新生日銀をアピールする)ために必須で、④⑤⑥は合意形成次第だろう。(ごく短期的な市場の反応を予想する必要は乏しいが)①～⑥の全てがヘッドラインを飾ることを期待している(海外)投資家の存在は要注意で、いずれの一つが欠けても失望を招く可能性はあろう。

①②③が今回の目玉となるが、注意が必要なのは①案が3月会合で8対1で否決されていることだ(ただし、2月会合の議事録によると複数の委員は①案も選択肢になるとの見解を示していた)。正副総裁の交代を受けて①案に賛成票を投じることは、たった1ヶ月前の自らの主張に反対票を投じることを意味するため、独立した審議委員としての存在価値を問われかねない。マーケットの失望を覚悟した上で、黒田総裁が委員の合意形成に配慮し、決断を26日か5月会合に先送りする可能性も排除すべきではないだろう。

一方で、今回会合の失望は次回会合への期待でもある。特に為替は、その時々(金融政策)のベクトルの相対変化を敏感に嗅ぎ取るため、日銀の金融政策を円安ドライバーとして機能させ続けるためには“変化し続ける”ことが重要である。大きな失望を招かない程度の“絶妙な不完全さ”があった方が、期待を繋ぐことになるのではないかと。

## 【NYダウ・日経平均株価予想レンジ(5営業日内)】

NYダウ 14200~14800<sup>ドル</sup> 日経平均株価 11500~12450円 ドル円 90.5~94.5円

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。