

反省会 ～一人くらい筋金入りのタカ派も必要だろう～

2013年4月12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

15:49 現在

<主要株価指数>

	終値	前日比
日経平均株価	13485.14 円	▲64.02 円
TOPIX	1148.57 pt	1.28 pt
NYダウ	14,865.14 ^{ドル}	62.9 ^{ドル}
DAX(独)	7,871.63 pt	61. pt
FT100(英)	6,416.14 pt	28.77 pt
CAC(仏)	3,775.66 pt	31.95 pt
上海総合※	2,208.93 pt	▲10.626 pt

<外国為替>※

ドル円	99.42 円	▲0.25 円
ユーロ円	130.16 円	▲0.46 円
ドルユーロ	1.3092 ^{ドル}	▲0.001 ^{ドル}

<長期金利>※

日本	0.630 %	0.055 %
アメリカ	1.789 %	▲0.015 %
イギリス	1.767 %	▲0.016 %
ドイツ	1.301 %	▲0.003 %
フランス	1.847 %	▲0.022 %
イタリア	4.332 %	0.020 %
スペイン	4.669 %	0.030 %
オーストラリア	3.305 %	0.020 %

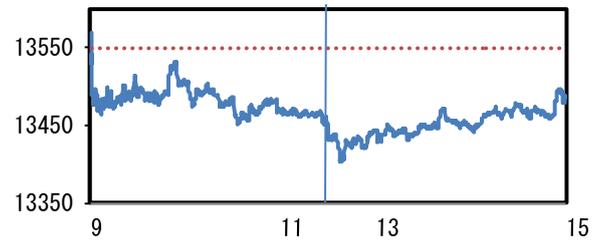
<商品>

NY原油	93.51 ^{ドル}	▲1.13 ^{ドル}
NY金	1564.30 ^{ドル}	6.00 ^{ドル}

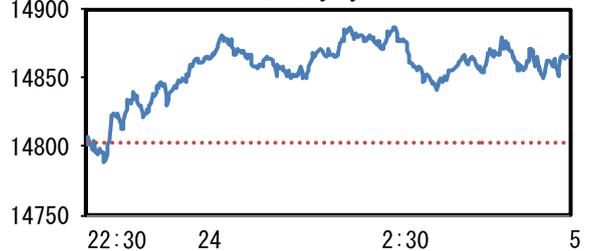
※は右上記載時刻における直近値。図中の点線は前日終値。

(出所) Bloomberg

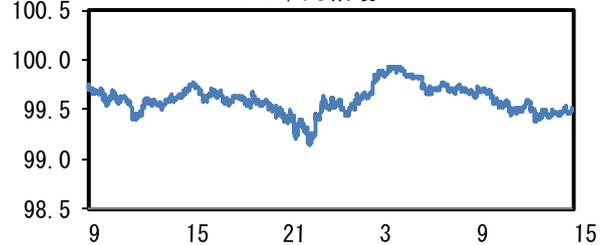
(円) 日経平均



(ドル) NYダウ



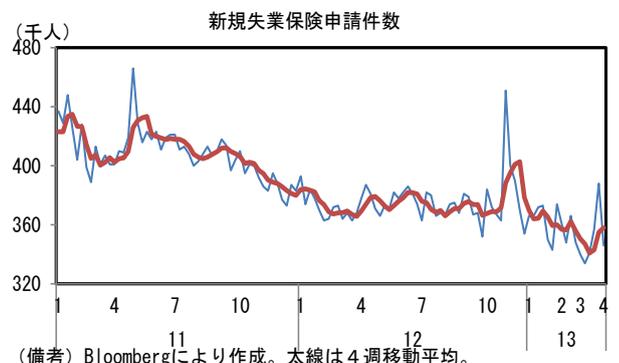
(円) ドル/円相場



【海外株式市場】 ～金融緩和相場～

11日の米国株式市場、NYダウ平均株価は続伸。前日比+62.90^{ドル}の14865.14^{ドル}で取引を終了。日米の金融緩和による資金流入期待が根強い中、米経済指標が好感された。

新規失業保険申請件数は34.6万件と前週(38.8万件)から減少。ただし、イースター休暇と学校の春休みによって季節調整が歪んでいることは割引く必要がある。4週移動平均でも低下傾向が足踏みしており、要注意(図)。



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。

【外国為替相場・債券市場】 ～「ザ・セイホ」説も全否定はしないが・～

11-12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。異次元緩和による円の先安観が蒸し返される中、新規失業保険申請件数の減少を受けてドルが買われた。もっとも、ここ数日の急速な円安ピッチと「100円の壁」が意識され円の下落幅は限定的。

米10年債利回りは、動意に乏しく1bp低下の1.79%。異次元緩和以降、「日本の生命保険会社が巨額の外債購入に踏み切る」と国内外で報道されたことで、国内生保のアセットアロケーション変更観測が米債市場における一つのテーマとなっている。国内生保の投資行動の変化が、FRBによる毎月450億ドル（約4.5兆円）の国債購入並みのインパクトを米債市場の需給に与えるならば話は別だが、それは非現実的だろう。国内生保の総資産は335兆円、うち外国証券保有残高は約53兆円だ（生命保険協会まとめ、2012/12時点）。今後1年に亘って国内生保が外国証券残高を5兆円（10%弱）積み増し、その全てが米債に向かうという過剰な前提を置いてFRB購入額の1ヶ月強分のインパクトだ。中長期的に米国の金利形成に影響を与えるには至らないだろう。

【国内株式市場】 ～健全な調整～

12日の東京株式市場、日経平均株価は反落。前日比▲64.02円の13485.14円で取引を終了。前日の欧米株式市場は堅調な展開となったものの、異次元緩和後の急激な上昇（約1500円）の反動から利益確定売りが膨らんだ。ただ、売買代金は3.7兆円と高水準で推移しており、下値での押し目買い意欲は相当に強かったものと推察される。異次元緩和の初期反応は一巡した模様だが、（米国株も含めて）短期的な調整には注意が必要だ。4月入り後の米経済指標は総じて冴えないものとなっており、追加的な買い材料が途絶えた時には、米経済のモメンタム鈍化が意識されやすいだろう。

【注目点】 ～反省会 一人くらいは筋金入りのタカ派も必要だろう～

異次元緩和後の円安・株高にフォーカスするあまり、債券市場の混乱を軽視してしまった感は否めない。異次元緩和は、サプライズを好む株式・為替市場に対して絶大な効果を発揮した。筆者も“サプライズ”は正しかったと評価している。しかし、サプライズを好まない債券市場に無用なボラティリティを与えてしまった事実は重く受け止める必要があるだろう。10年債利回り（328回債）は一時0.315%（4/5）まで低下し、その後0.635%（4/10）まで急上昇した。こちらも「2倍」だ。今から出口戦略が不安になる。

異次元緩和はパッケージもサプライズだったが、一部議案を除き「反対ゼロ」だったことも同時にサプライズだ。良く言えば「黒田総裁のリーダーシップ」だが、悪く言えば「合議制の機能不全」だろう。市場参加者は、審議委員のコンセンサスが総裁の意向次第で短期間のうちに変化することを知ってしまった訳だ（総裁任命から就任までの期間が半月程度と短すぎるのも問題）。

米国に目を移すと、FOMC議事録（3/19-20開催分）で、FRBが想像以上に早いペースでタカ派寄りに傾いていることが明らかになったにも拘らず、長期金利は低位安定している。これには、タカ派の功績が多少なりともあろう。FOMCメンバーは、自身の見解をオブラートに包むことなく発言する。講演や取材でもQE3を真っ向から否定しているし、FOMCでも反対票を入れる（例えばジョージ総裁、ラッカー総裁）。市場参加者の脳裏に金融緩和の終了を刻み込むことで、QE3終了のサインが出ても“サプライズ”になりにくい強靱な相場環境の形成に一役買っているのだろう。

こうした観点から、日銀の審議委員にも一人くらいは筋金入りのタカ派が必要だと筆者は考えている。また、出口戦略模索時において債券市場に無用なボラティリティを与えないよう、市場参加者との対話強化が求められる。

【NYダウ・日経平均株価予想レンジ（5営業日内）】

NYダウ 14450～15100^{ドル} 日経平均株価 12900～14000円 ドル円 97.00～101.50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。