

## 今後は「今後のデータ次第」

2013年6月20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  
 15:44 現在

### <主要株価指数>

	終値	前日比
日経平均株価	13014.58 円	▲230.64 円
TOPIX	1091.81 pt	▲14.76 pt
NYダウ	15,112.19 <small>ドル</small>	▲206.04 <small>ドル</small>
DAX(独)	8,197.08 pt	▲32.43 pt
FT100(英)	6,348.82 pt	▲25.39 pt
CAC(仏)	3,839.34 pt	▲21.21 pt
上海総合※	2,097.29 pt	▲46.165 pt

### <外国為替>※

ドル円	97.26 円	0.80 円
ユーロ円	128.94 円	0.71 円
ドルユーロ	1.3257 <small>ドル</small>	▲0.004 <small>ドル</small>

### <長期金利>※

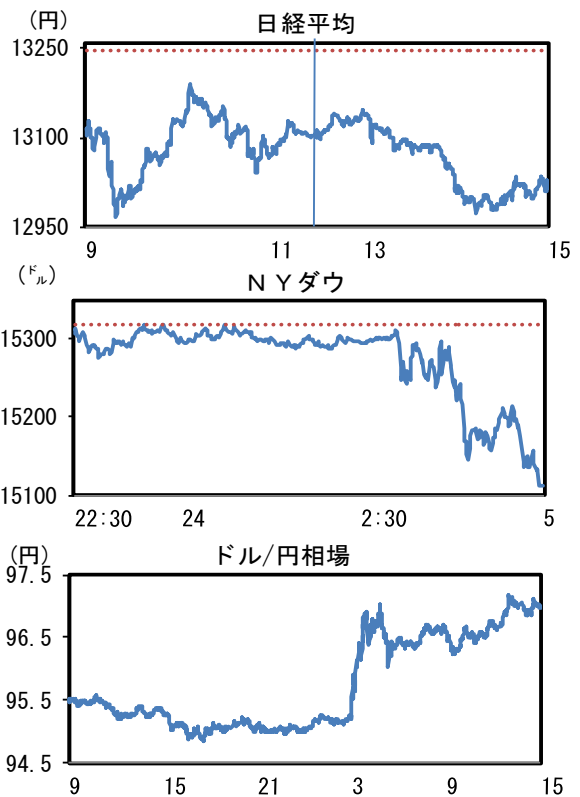
日本	0.830 %	0.025 %
アメリカ	2.353 %	0.167 %
イギリス	2.132 %	▲0.006 %
ドイツ	1.558 %	▲0.012 %
フランス	2.109 %	▲0.020 %
イタリア	4.257 %	▲0.031 %
スペイン	4.532 %	▲0.020 %
オーストラリア	3.633 %	0.239 %

### <商品>

NY原油	98.24 <small>ドル</small>	▲0.20 <small>ドル</small>
NY金	1373.60 <small>ドル</small>	7.00 <small>ドル</small>

※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】 ～時間軸の短期化？長期化？それは「今後のデータ次第」～

19日の米国株式市場、NYダウ平均株価は反落。前日比▲206.04<sub>ドル</sub>の15112.19<sub>ドル</sub>で取引を終了。FOMC後のバーナンキ議長会見でQE縮小に前向きな発言ができたことを受けて下落（詳しくは後述）。もともと、前日までの上昇により史上最高値目前まで水準を切り上げてきた経緯を踏まえれば、ごく短期的な利益確定売りが誘発されたと考えても不自然ではないだろう。

今回改定されたFEDの経済見通しは下表のとおり（上段3月時点、下段6月時点）。2014・15年の強気な失業率見通しが目を引く。カレンダー型の時間軸政策はいわゆるエバンスルールの採用により指標リンク型に変更されたが、こうした強気見通しからイメージされるのは時間軸の短期化である。一方で、こうした強気見通しを達成できなければ出口はより遠くなるという意味でQEの長期化を示唆することにもなる。つまり、「今後のデータ次第」というわけだが、ダウンサイドリスクを強調していた従来の姿勢に比べると、ややタカ派寄りに傾斜した印象がある。

FRB理事、地区連銀総裁による見通し (3月時点、%)

	2013年	2014年	2015年	longer run
実質GDP	2.3-2.8	2.9-3.4	2.9-3.7	2.3-2.5
失業率	7.3-7.5	6.7-7.0	6.0-6.5	5.2-6.0
PCEデフレータ	1.3-1.7	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
PCEコアデフレータ	1.5-1.6	1.7-2.0	1.8-2.1	-

FRB理事、地区連銀総裁による見通し (6月時点、%)

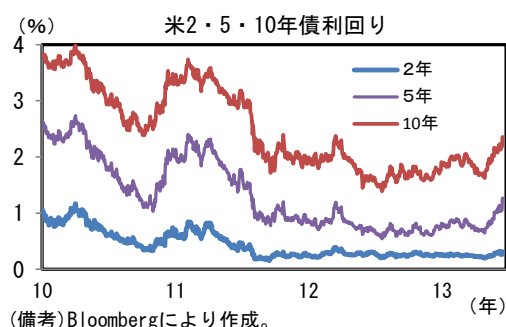
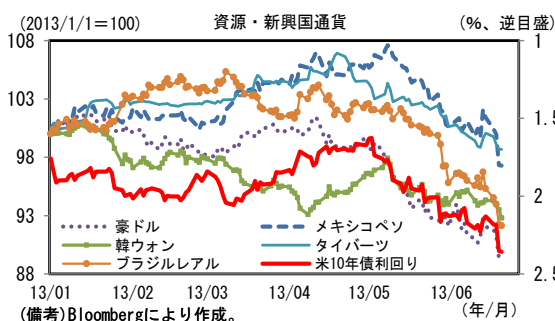
	2013年	2014年	2015年	longer run
実質GDP	2.3-2.6	3.0-3.5	2.9-3.6	2.3-2.5
失業率	7.2-7.3	6.5-6.8	5.8-6.2	5.2-6.0
PCEデフレータ	0.8-1.2	1.4-2.0	1.6-2.0	2.0
PCEコアデフレータ	1.2-1.3	1.5-1.8	1.7-2.0	-

(備考)FRB公表資料により作成。表中の数値は中心傾向値(Central tendency)。いずれも第4Q平均(GDP、PCEは前年比)。PCEコアのlonger runは集計対象外。

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。

## 【外国為替相場・債券市場】 ～市場金利の正常化～

19-20日の海外市場では、バーナンキ議長のQE縮小に前向きな発言を手掛かりに主要通貨に対してドルが全面高。ドル円は一時1ドル=97円まで円安シフト。この他、ユーロや資源・新興国通貨も大幅下落（対ドル、円）。米金利はイールドカーブ全般で上昇。米5年債は19bp上昇の1.25%、10年債利回りは17bp上昇して2.35%（円）。QE3発動が織り込まれる前の2012年前半と概ね等しい水準まで到達したことになる。これに対しては、QEによる金利下押し効果が剥落した、市場金利の正常化が進展した、という2つの解釈が可能だが筆者は後者を重視している。米経済の堅調さを反映した前向きな金利上昇と捉えているからだ。



## 【国内マーケット】 ～落ち着いて業績を吟味～

20日の東京株式市場、日経平均株価は反落。前日比▲230.64円の13014.58円で取引を終了。前日の米株安が嫌気されたものの、為替の円安がサポート要因となり、5.23ショック以降の地合を踏まえると下落幅は限定的。また、前日までの3日間で日経平均株価が558円上昇していたことを勘案すれば、ごく短期的な利益確定売りが誘発されたと捉えて問題ないだろう。

先行きについては、米QE縮小観測が過剰流動性期待の剥落という観点からネガティブに作用するものの、TOPIXのEPS成長率は53.3%（14/3期）と大幅増益が見込まれており、「流動性相場」から「業績相場」への移行にあたってハードルは高くない。短期的にはQE縮小観測から上値が抑制されるリスクはあるものの、4-6月期決算がよほどネガティブな内容でない限り「業績相場」への移行が進むものと考えられる。

## 【注目点】 ～今後は「今後のデータ次第」、「今後のデータ」が円安・株高をサポート～

バーナンキ議長が5月22日にQE縮小の可能性に言及して以降、金融政策の不透明感などから米ドルと資源・新興国の相対的高金利通貨の間ではドルキャリートレードが巻き戻され、米ドルと円の間ではリスク選好の後退から円ショートポジションが解消された。こうした動きの中で相対的高金利通貨は対ドルで全面安、円は対ドルで5月22日の103.74円から6月7日の雇用統計発表直後には一時94.98円まで円高が進行した。日本株については、この間の円高基調が嫌気されたことは言うまでもない。世界の金融市場は今もなお5月22日以降に高まったQE縮小観測の初期反応の中にあるが、FOMCを通過したことで当面はQE縮小観測を高めるイベントは見当たらないため、市場参加者が米経済の回復見合いで冷静にQE縮小を織り込める環境が整ったと考えられる。やや乱暴な表現をすれば、今後は「今後のデータ」のみを吟味すれば良くなったわけで、金融政策の不透明感に起因するリスク回避的な思惑で円ショートポジションが解消される確率は低下したと考えても良いだろう（ドルキャリーの巻き戻しは米金利先高感から継続する見込み）。そして、米経済は堅調で「今後のデータ」は振れを伴いつつも米経済の加速を示す内容のものが多くなると見込まれる。

こうした中では、日米両中銀のベクトル相違を反映した日米金利差拡大期待から緩やかな円安が進行し、日本株は業績拡大期待と割安感の両面から魅力が高まると考えるのが自然ではないだろうか。

## 【NYダウ・日経平均株価予想レンジ（5営業日内）】

NYダウ 14700～15550<sup>ドル</sup> 日経平均株価 12500～13800円 ドル円 95.0～99.50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。