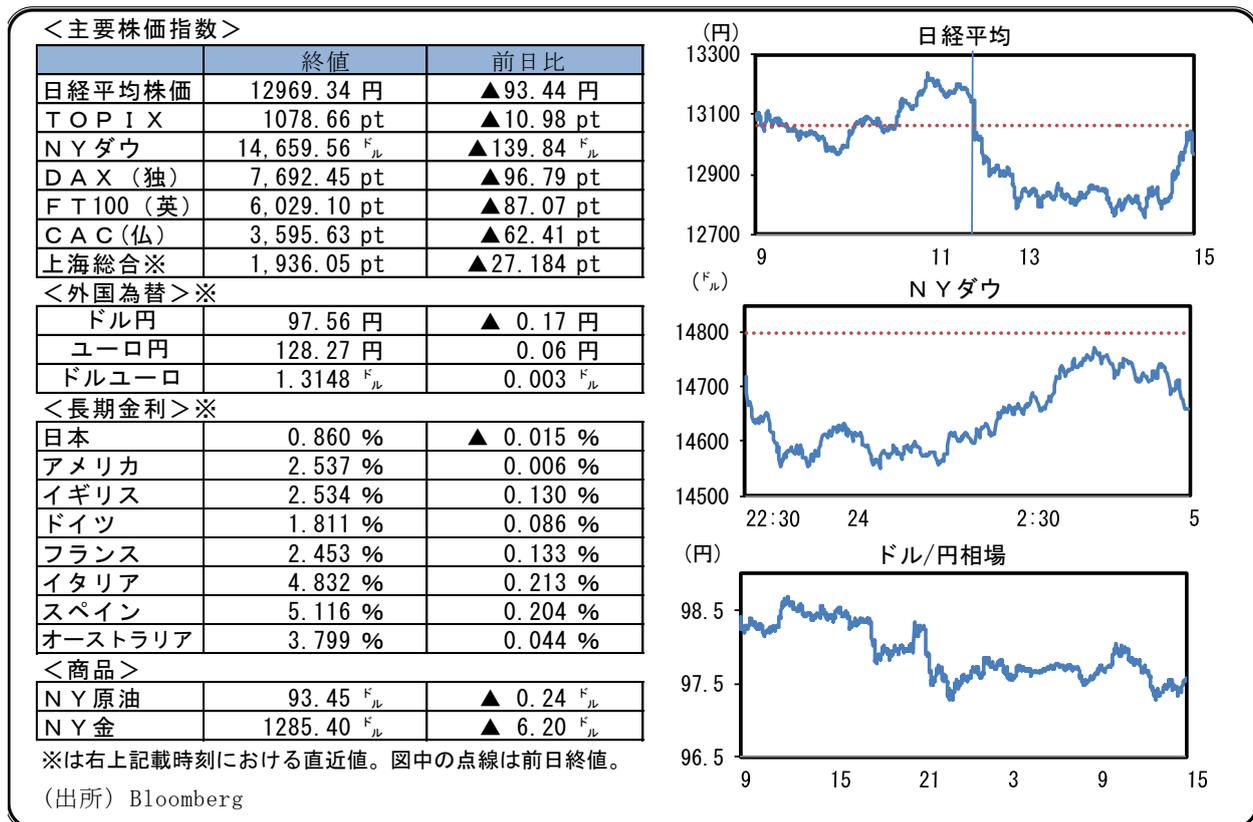


どうしてバブルが来ない

2013年6月25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

15:39 現在



【海外株式市場】 ～地区連銀総裁は火消しに回るも・・・～

24日の米国株式市場、NYダウ平均株価は続落。前日比▲139.84^{ドル}の14659.56^{ドル}で取引を終了。世界的にQE縮小観測を嫌気したリスク回避的なムードが継続するなか、アジア・欧州株の下落も嫌気され売り優勢の展開となった。NYダウは一時、約250^{ドル}下げる場面もあった。

コチャラタ・ミネアポリス連銀総裁（ハト派寄り、投票権なし）は「失業率が7%を下回るまではQEを継続、5.5%を切るまでは低金利を継続すべき」との認識を示した。金融市場に配慮した模様。

フィッシャー・ダラス連銀総裁（タカ派、投票権なし）は「6月19日のバーナンキ議長発言に同意する」としたうえで、「(QE縮小)は金融政策を元に戻すことだ。(中略)『出口』という言葉は適切でない」、「投資家は過剰に反応すべきではない」との認識を示した。同氏も金融市場の混乱に配慮した模様。

シカゴ連銀全米活動指数は▲0.30と前月(▲0.52)から改善。ダラス連銀製造業活動指数は+6.5と前月(▲10.5)から大幅改善。

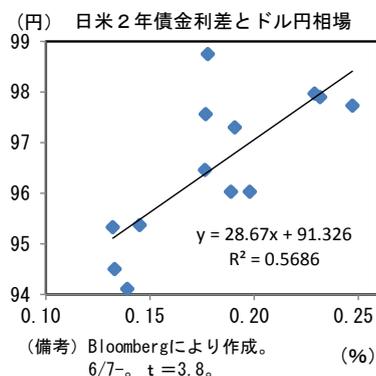
独Ifo企業景況感指数は105.9と前月(105.7)から小幅改善。慎重ながらもマインドが持ち直している。

【外国為替相場・債券市場】 ～失われた相関を取り戻す～

24-25日の海外市場では、ドルが円やユーロに対して小幅に売られる展開となった。為替市場では漸くバーナンキ議長発言の初期反応が一巡した模様。資源・新興国通貨安も一服している。なお本日、スワン豪財務相は「豪ドルの下落を歓迎する」と発言している。「資本流出」というよりは過度な資本流入が是正されつつあると認識している模様。

他方、震源地に近い米債市場は引き続きボラタイルな展開。米10年債利回りは前日比ほぼ横ばいの2.54%で取引を終了。ただ、13bp上昇する場面もあった。

2年債利回りは1bp上昇の0.38%。2015年半ばまで2年を切ったこともあり、「時間軸の外」を織り込んでいるようにみえる。そして、ドル円と日米2年債金利差の相関が復活しつつある(図)。



【国内マーケット】 ～中長期の強気は維持したい～

25日の東京株式市場、日経平均株価は続落。前日比▲93.44円の12969.34円で取引を終了。今朝方は一時100超上昇する場面もみられたが、世界的な株価下落を受けて次第に売り優勢となった。中国株が連日の大幅安となるなど、アジア株全体が売られたことも影響している。

ただ、TOPIXのPER13倍台半ばは過去の業績拡大局面と比較して低すぎると言っても良いくらいの水準だ。為替も想定レートより円安で推移しており、業績拡大期待が削がれて無いことからすれば、業績相場移行にあたってのハードルは高くない。中長期的な強気見通しは崩すべきではないだろう。

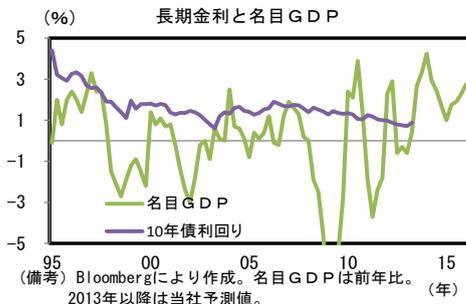
【注目点】 ～どうしてバブルが来ない～

新生日銀はデフレ脱却の糸口を資産価格上昇に見出している。QQE発動時の声明文で露骨に「資産価格のプレミアに働きかける」と謳っていることから疑いの余地は無い。仮に物価目標2%達成前にバブルが発生、或いはその兆候が顕著に確認されとしても日銀はそれを放置すると思われる。「バブル潰し」は政治的な理解が得難いほか、資産価格の下落を日銀も許容しないはずだ。

バブルの発生要因としてよく指摘されるのは「遅すぎる利上げ」である。実体経済と比べて名目金利が低く抑制されれば、低すぎるリスクプレミアムが過剰なリスクテイクを促し、資産市場は過熱感を帯びる。

実体経済と比較して金利が低いとは一般的に①マイナスの実質金利②名目成長率以下に長期金利が抑制される「ドーマー条件※」を満たすこと、である(※本来は財政の持続可能性を検証するもの)。今の日本はその条件を同時に満たしつつある(図)。

なお、実質金利がマイナスだった米国では、市場金利正常化を受けて株式市場では高配当銘柄が、クレジット市場ではハイ・イールド債が売られている。FEDが過剰なリスクテイクを牽制した可能性も考えられる。一方、日銀は「デフレ脱却」に向けて緩和拡大を続ける。繰り返しになるが、バブルを潰す余裕は無い。



【NYダウ・日経平均株価予想レンジ (5営業日内)】

NYダウ 14350~15000^{ドル} 日経平均株価 11850~13600円 ドル円 94.5~97.50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。