

テーマ：2014年の市場見通し

発表日：2014年1月8日（水）

～世界経済回復明確化により、円安と株高加速を予想～

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

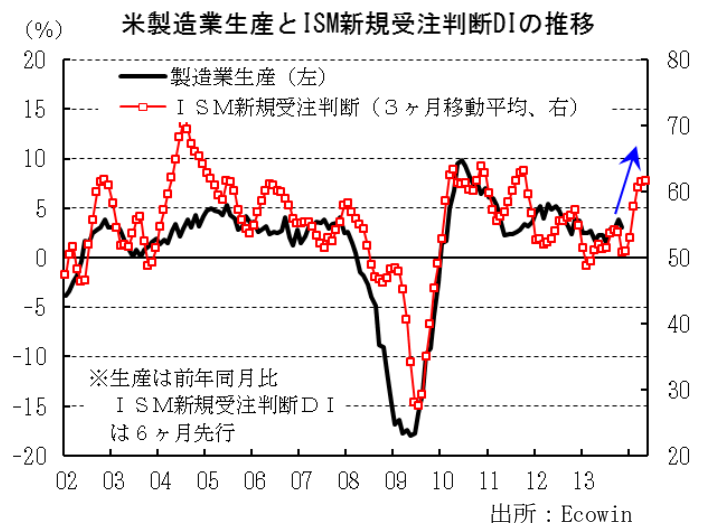
世界はFRBの金融政策を注視

2014年のグローバルマーケット最大の関心は、FRBのテーパリング（QE3による国債などの買取規模の縮小）の行方だろう。2007-08年の米住宅バブルの崩壊とそれに伴う金融市場の混乱以降、日米欧の先進国の金融政策は極端な緩和政策を余儀なくされた。グローバルマーケットは、超低金利と溢れるマネーに支えられ、株高・債券高という状態を保ってきた側面がある。もっとも、こうした金融相場がバブルを生んでいるという批判は当たらない。主要株式市場のPERは、おおむね15～20倍の範囲にとどまっており、マネーがリスクを顧みずに株価を“説明できないほど”押し上げているとは言えない。

FRBのテーパリング開始の影響を懸念すべきは債券市場であり、あるいは金利が上昇した場合に米国経済がどのような影響を受けるのかであろう。昨年5月にバーナンキFRB議長がテーパリング開始に言及し、これを受けて米長期金利が上昇した際には住宅ローン申請件数が大幅に低下、金利上昇に脆弱な米国経済の姿が垣間見えたが、背景として雇用・所得環境の回復が十分でなかったことも挙げられる。それだけに、FRBは金利上昇に耐えられるようになるまで（＝雇用・所得環境が改善するまで）、金利の上昇を最小限に抑える必要があるが、12月のFOMCにおいてテーパリング開始が決定して以降の米10年債利回りの上昇幅は10bp程度と、足元までにおいては米債券市場の動きは限定的なものにとどまっている。テーパリング開始の一方で、（表面上）失業率が更に低下しても、低インフレが続く間は利上げは行わないという趣旨の声明をFRBが明らかにしたことが、債券市場の動揺を抑えていると考えられる。

もっとも、米経済が潜在成長率（足元で2%台半ば程度と考えられる）を上回る拡大を維持すれば、やがて雇用環境は更に改善、需給ギャップの縮小（プラスの拡大）とともに、インフレ圧力も大きくなろう。FRBの金融政策が実体経済にマイナスの影響を及ぼさないのであれば、いずれは利上げも避けられなくなろう。そうした利上げ開始を意識せざるを得なくなるまでのどこかの時点で、たとえば足元で3%程度という米10年債の利回りへの魅力が大幅に後退し、投資家がより高い利回りの国債を求め、国債利回りが急騰（価格が急落）する場面が訪れる可能性は高い。米国経済が、かつてのような消費主導の自律的な回復軌道を取り戻せるのであれば、名目経済成長率程度（実質GDP 2.5%、GDPデフレーター2%弱とすれば名目成長率は4%程度）の利回りを長期債には確保したくなくなると考えられる。すなわち、米国経済が順調に回復すれば、どこかの時点で米10年債利回りは4%程度まで上昇する可能性は高い。

足元までの米経済指標の多くは、当面は米経済が順調に回復基調を強めていく公算が大きいことを示唆している¹。すでに、住宅バブル崩壊以来消費の足を引っ張ってきた家計のバランスシート調整についても、



¹ たとえば、生産活動に半年程度先行するISM製造業新規受注判断DIは改善基調を続け、今後米製造業生産の伸びが加速していくことを示唆している。

米家計が保有する資産に対する負債の割合は住宅バブル発生前の水準にまですでに低下、バランスシート調整はほぼ完了したと判断され、低金利が家計の借り入れ意欲を刺激し、実際の需要拡大に結びつき始めている。今後は、雇用回復による所得の拡大が消費を牽引するプラスの効果と、金利の上昇が需要を抑制するマイナスの効果との綱引きとなるが、当面の間市場金利の上昇を景気にブレーキをかける水準以下にFRBが抑制できるのであれば、持続的な景気の拡大も見込めよう。この点について、テーパリング開始からまだ日は経ってはいないものの、これまでの米債券市場の動向から判断する限りにおいては、景気が自律的な回復軌道に乗る可能性は十分にあると判断される。



円安の加速

米国経済が自律的な回復軌道に乗ることで、低迷している欧州や新興国経済でも輸出主導型の景気回復が期待される。欧州では行き過ぎた緊縮財政政策からの事実上の軌道修正により、景気悪化に歯止めがかかり、財政改善にも光明が見え始めている。ECBが限界まで金利を引き下げている一方で、財政面からの積極的な景気浮揚策には期待できないため、これまでは景気の“下げ止まり”までしか期待できなかったユーロ圏ではあるが、米国経済の本格回復が実現すれば、輸出を牽引役とする景気の“回復”が期待できる。

同様に、中国をはじめとした新興各国も輸出主導型の景気の加速に期待がかかる。大半の新興国では、景気の牽引役は輸出であり、それは巨大人口を抱える中国においても変わりはないことは、同国の生産活動と輸出の強い相関性からも明らかだ。欧州経済の持ち直しが鮮明となれば、同地域向け輸出も新興国の景気押し上げ要因に加わるため、年後半にかけて新興国景気の明るさは徐々に強まっていこう。もっとも、ファンダメンタルズの改善が見えてくるまでの間は、経常赤字国のうち実質金利水準の低い国を中心に、FRBテーパリングの副作用としての資金流出リスクに晒されることになる。資金流出を抑えるためには、実質金利を引き上げるような適切な措置が講じられる必要がある。しかし、仮にこうした措置が講じられないにしても、米経済の浮揚感が強まり、当該国においてもファンダメンタルズが改善するまでに長い時間を要するとは考えにくい。

このように、米国を中心に世界経済の回復感が明瞭化するに連れ、世界的に金利には上昇圧力がかかろう。もっとも、日本においてはデフレ脱却に向けて日銀が“2%インフレ”という高いハードルを設けて量的・質的緩和政策を継続²することから、金利は（海外金利の上昇に連れて幾分上昇することはあっても）あまり上昇しないと予想される。このため、内外金利差は徐々に拡大、特に年後半には拡大ペースが加速しよう。

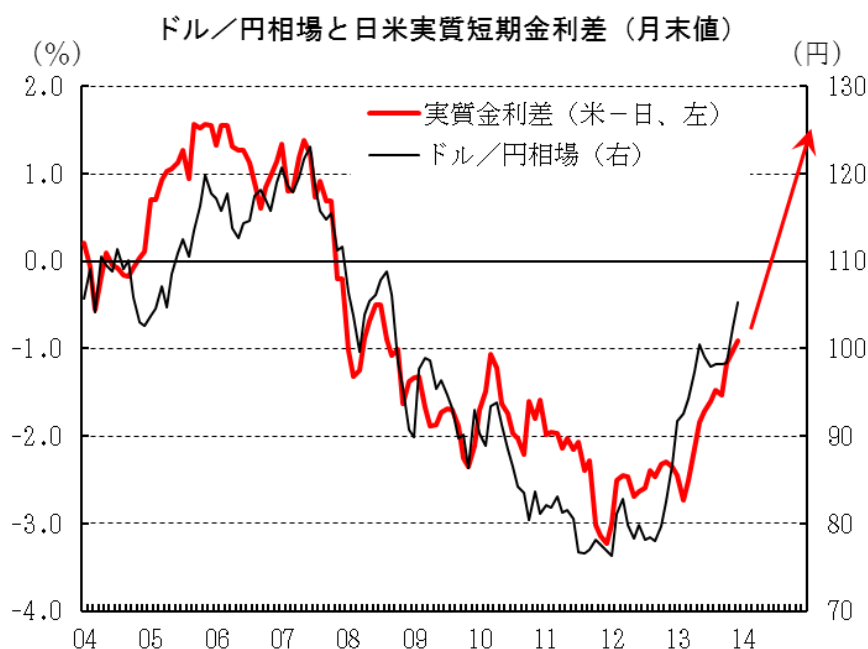
内外金利差の拡大は、為替市場においては円安要因となる。世界経済の持ち直しが明確化すれば、超低金利



² 4月前後には、日銀は2015年末までのマネタリーベースの目標水準を設定、場合によっては既発表の今年末の目標水準を引き上げるなどの“追加緩和”措置を講じると予想される。

に張り付く円を借りて他資産へ投資する“円キャリートレード”が膨らむ公算があるが、これも円安を加速させる要因となる。

さらに、為替変動を説明する際によく用いられる実質金利差の概念では、今後円安が加速する公算は極めて高いと判断される。日本ではインフレ率の上昇に伴い、金利からインフレ率を引いた実質金利は低下傾向にある。今後、世界経済の明るさが増せば、輸出が日本経済の下支え役になると期待され、消費税率引き上げ直後の4～6月期こそ日本の経済成長率は駆け込み需要の反動からマイナスに陥るものの、7～9月期以降は再びプラス成長に戻るとの見方がコンセンサスとなっている。これが事実となれば、日本の景気力はかなり強いとの評価に繋がり、デフレ脱却期待もこれに応じて高まろう。すなわち、消費税率引き上げ後の日本経済の拡大持続は、期待インフレ率を高め、実質金利を更に低下させる。一方で、“簡単には利上げしない”と見込まれている米国においては、2015年には利上げが行われるとの見方が多い。景気の明るさが増すに連れ、そうした見方は寄り強固なものになると考えられ、債券利回りの上昇は年末にかけて徐々に短期ゾーンにもシフトしてくると見込まれ、米実質短期金利は上昇傾向を辿ろう。この結果、日米実質短期金利差は、年末にかけて急速に拡大し³、為替相場においては円安ドル高の急伸が見込まれ、年末時点では1ドル=125円程度までの円安進展を予想する。



※金利差は [米2年債 - 日2年債] で算出。
CPIコア（日本は生鮮食品・エネルギーを除く）で実質化。

出所：Ecowin, Bloomberg

株式市場では引き続き日本が優位

世界的な景気回復の明確化は、株式市場にとってもプラス要因となる。なかでも、景気に不安定感の残っていた新興国においては、成長率の加速とともに株価も上昇基調を強めよう。一方で、金利の上昇が株価にとっては足を引っ張る要因となる。すでに、インフレ率がやや高めに推移し、実質金利がインフレ抑制に十分でない国では、年後半には比較的速いテンポでの利上げが迫られよう。したがって、新興国では利上げに余裕がどの程度あるかによって株価の上昇余地にも差異が生じると見込まれる。

先進国においても、金融政策の転換までの猶予が、株価の上昇ペースを左右すると考えられる。したがって、すでに量的緩和政策（QE3）からの脱却に向かって歩み始めた米国株は、相対的にパフォーマンスは劣る公算が大きい。もっとも、年内の利上げまでは見込み難く、長期金利水準も景気にブレーキをかけるような水準にまで上昇するとも考え難いため、企業業績は増益が見込まれる。金利が上昇する分だけP E Rには低下圧力がかかると見込まれるが、趨勢としての上昇トレンドに大きな変化は出ないと考えられる。

³ 仮に、米国経済が自律的な成長力を取り戻した場合、2年債利回りは2.0%程度まで上昇すると考えられる。この時、期待インフレ率（コア）が現状程度（1.7%）とした場合、米国の実質短期金利は $[2.0 - 1.7 = +0.3\%]$ となる。一方、日本のデフレ脱却期待が高まり市場がこれを織り込む場合、日銀のインフレ目標は2%程度の安定であることから利上げは短期金利には織り込まれず、2年債利回りは現状程度の0.1%にとどまる。期待インフレ率が2%となることから、日本の実質短期金利は $[0.1 - 2.0 = \blacktriangle 1.9\%]$ となる。日米の実質短期金利差は $[0.3 - (\blacktriangle 1.9) = +2.2\%]$ と、足元 ($\blacktriangle 0.9\%$) から大幅に拡大することになる。

先進国の中で日本株は引き続き最も高い上昇が見込まれる。消費税率の引き上げはマイナス要因となるが、これを乗り切って景気の拡大基調が続くことは、むしろ日本のデフレ脱却期待を高める要因となろう。税率引き上げ前後には一旦の調整も考えられるが、年後半にプラス成長に戻るとの見方が崩れないのであれば、税率引き上げ前の“益出し売り”を吸収する“買い”が株価の下げを限定的なものにすると考えられる。デフレ脱却の期待が高まることは、P E Rの上昇要因となる。さらに、世界経済の回復明確化と円安の進展は、製造業の業績を予想以上に押し上げると見込まれる。10～12月期には、米利上げ懸念の台頭などから世界的に株価上昇が一服する可能性があり、日本株もその影響を受ける可能性はあるが、日経平均株価で22,000円程度（E P S 15%増益、P E R 19倍程度）までの上昇は期待されよう。

向こう1年間の市場予想イメージとレンジ

