



Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

金融・為替市場の動き / 最近の米社債市場の環境

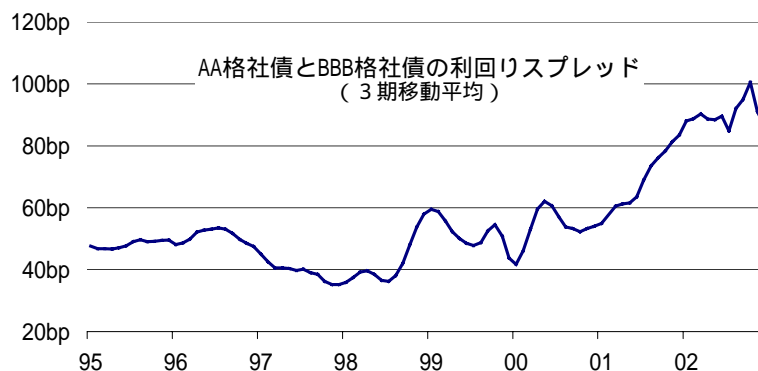
< 金融・為替市場の動き >

1. 債券相場では、景気先行き不安・デフレ進展への懸念が強く、債券価格は高値圏に達しているとはいえ、当面は堅調な推移が予想される。
2. 為替相場では、米国外の投資家にとって、イラク攻撃への懸念や自国経済の停滞が続く状況では、リスク許容度が低下し、資金を米国に還流できない状態が続くと思われ、ドルの反発力に欠ける展開が続こう。

< トピックス：最近の米社債市場の環境 >

1. 昨秋以降のボラティリティー低下や株価の反発に伴い、米国の社債市場では起債の増加や対国債スプレッドの縮小が見られるなど、復調の兆しが見え始めている。
2. しかし、最悪期こそ脱したものの、一国ベースで見て企業のバランスシートの健全化が進展しているとはまだ言いきれず、株価も依然割高感が残る中では、少しでもネガティブな情報が出ればクレジットスプレッドが敏感に反応するリスクは残されている。

米クレジットスプレッドの拡大傾向に歯止め



【データ】ムーディーズ、DRI-WEFA

副主任研究員（為替担当）熊谷 潤一（くまがい じゅんいち）(03)3597-8448 kumagai@nli-research.co.jp

副主任研究員（金融担当）矢嶋 康次（やじま やすひで）(03)3597-8047 yyajima@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1 - 1 - 1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス：<http://www.nli-research.co.jp/>

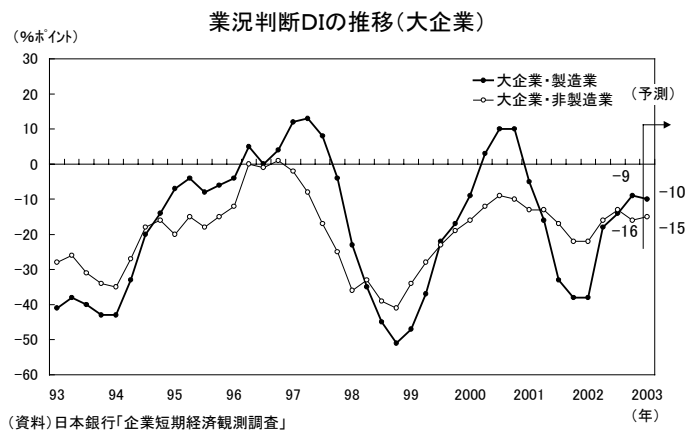
< 金融政策・金融市場の動き >

(担当：矢嶋)

金融政策 (12月): 市場支援策を発表

12/13日の短観では製造業の業況判断は企業規模に関らず改善したものの、先行きはわずかながら悪化となり先行き不安の強まりを示すものとなった。イラク問題など国際情勢の不透明感も強く、日本経済の腰折れ・デフレ長期化への懸念が強い。

日銀は12/17日の決定会合で、企業金融支援として日銀の取引先の保証する資産担保コマーシャルペーパー(ABCP)を2004年度末までの時限措置として担保および現先オペの適格の扱いとすることを発表した。金融調整方針は現状維持を決定した。今回は追加緩和策が見送りとなったが、円高・株安などが進めば追加緩和への政治的な圧力が高まることは間違いない。



債券相場の動き (12月): 4年ぶりの水準に低下

12月の債券相場は、景気先行き不安は強かったが、月初通貨当局による円安誘導姿勢を受けて円安基調となったことから1.0%近辺での推移となった。

その後円が対ドルで反発したことや、財務省が6年程度の国債買入償却を発表したことを受け若干低下した。さらに、13日発表の短観が国内景気の腰折れ不安を高める内容となったこと、

イラク武力行使の可能性が高まり米国経済の先行き不透明感が増大、ドル安・円高進展の見方が強まったこと、2003年度の新規国債発行額が事前の見通しほど上振れしなかった上に、各年限

の発行額も市場予想の範囲内に収まったこと、などから長期ゾーンを中心に買いが進み、18日には0.915%と約4年ぶりの低水準を記録した。その後も債券相場は堅調な推移が続いた。

年明け後も景気先行き不安・デフレ進展への懸念が強く、新発10年国債の表面利率が過去最低と並ぶ0.9%になるなど、債券価格は高値圏に達しているとはいえ、今後も当面堅調な推移が予想される。



< 為替市場の動き >

(担当：熊谷)

足もとの為替レートの動き (12月)

円ドルレートは、月初には塩川財務相による「円は1ドル=150~160円くらいが適正」との円安誘導とも受け取れる発言をきっかけに円安が進み、一時125円台後半を目指す展開となった。

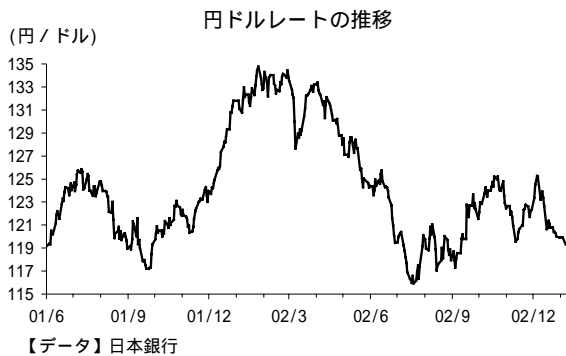
しかし、6日に発表された米国の雇用統計で11月失業率が6.0%まで上昇するなど、雇用環境に好転の兆しが見えないことや、オニール財務長官の辞任発表をきっかけにドル高政策変更の可能性が懸念され始めたことなどを背景に、一転してドル売りが優勢の展開となった。更に、13日に米国がイラクの提出した大量破壊兵器申告書に記載漏れとの暫定結論を示すと、イラク攻撃への警戒感の高まりからドル売り圧力は一段と高まり、121円を割込む水準まで円高が進んだ。

その後も、イラクに対する米国の攻撃的な発言が相次いだのに加え、耐久財受注の予想外の落ちみや年末商戦の苦戦など、米経済に対する不安が払拭しきれない状況が続いたため、ドルはじりじりと売られ、月末にかけて一時1ドル=118円台を付けた。しかし、120円割れの水準では円売り介入警戒感が根強く、それ以上の大幅な円高は実現しなかった。

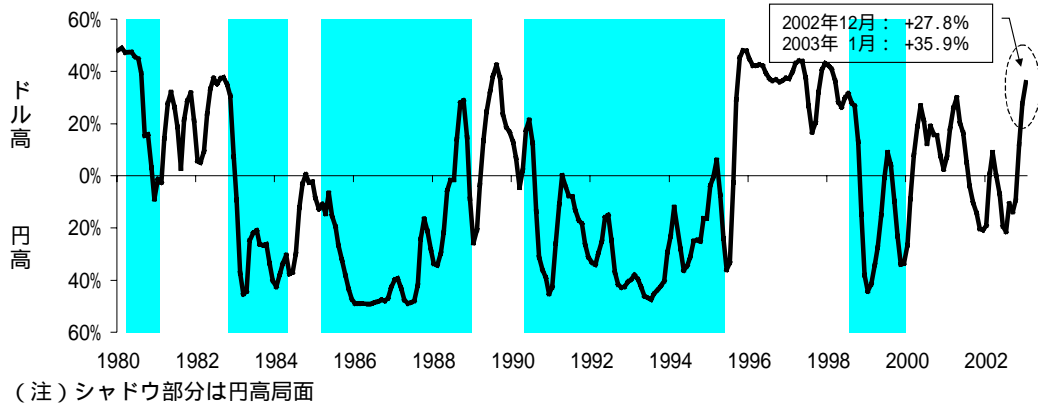
ドルユーロレートは、ユーロ売り材料（ECBの利下げに伴い対米金利差が縮小したこと、S&Pがドイツの格下げに言及したことなど）への反応は限定的なものにとどまり、むしろ米経済への慎重な見方やイラク問題を背景としたドルからの資金逃避を手掛かりに、1ユーロ=1.04ドル台までユーロ高が進んだ。

当面の見通し

年明けに発表された指標で示された企業の景況感回復を好感するとともに、ブッシュ政権の減税案発表を先取りするかたちで、米株式市場ではダウ工業株が年初から400ポイント上昇した。また、昨年12月以降、日本の当局からは円安誘導的な発言が相次いでいる。しかし、米国外の投資家にとって、イラク攻撃への懸念や自国経済の停滞が続く状況では、リスク許容度が低下し、資金を米国に還流できない状態は続くものと思われ、ドル高要因が揃った局面でもドルの反発力に欠ける展開が続こう。今後1ヶ月の円レートの対ドル予想レンジは、117~123円。



1月の為替インデックスは +35.9%とドル高サイン継続



今月の為替インデックスは +35.9%と、12月の +27.8% (+30.2%から改定) から 8.1%ポイント上昇し、前月に続きドル高に推移する確率が高いことを示した。変数別寄与度をもとに今月のポイントを挙げてみると、以下の通り：

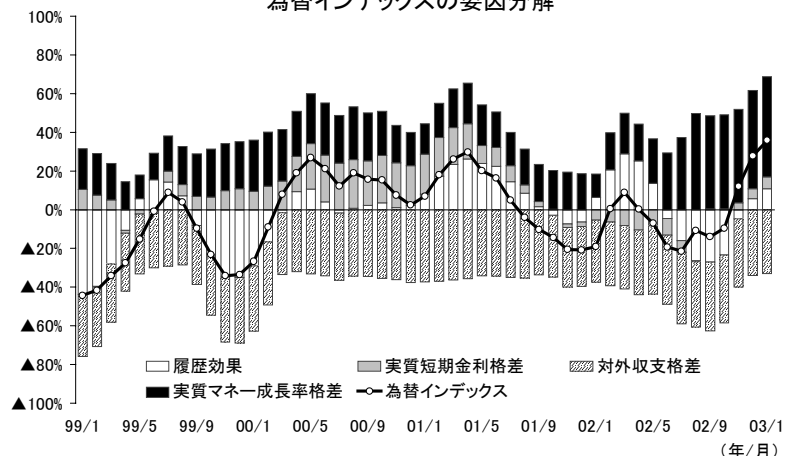
- (1) 実質短期金利差要因：12月為替インデックス比 1.1 ポイントの**ドル高寄与**。米国における物価上昇率鈍化に伴う実質金利上昇が、先月同様、実質金利差面からドル高要因となった。
- (2) 対外収支格差要因：前月比 0.9 ポイントの**ドル高寄与**。日本の経常収支黒字のピークアウトが、今月もドル高(円安)要因となった。
- (3) マネー成長率格差要因：前月比 1.1 ポイントの**ドル高寄与**。日本のM1が量的緩和や定期性預金からのシフトなどに伴い高水準の伸びを維持している反面、前月に続き米国のM1の伸び率が鈍化したことが、ドル高要因となった。

尚、履歴効果は前月比 5.0 ポイントの**ドル高寄与**となり、円ドル相場が依然ドル高モーメントに傾いていることを示した。

為替インデックス(過去1年分)

2002年1月	-19.1%
2002年2月	0.7%
2002年3月	9.0%
2002年4月	0.3%
2002年5月	-6.9%
2002年6月	-19.3%
2002年7月	-21.5%
2002年8月	-10.7%
2002年9月	-13.9%
2002年10月	-9.5%
2002年11月	12.2%
2002年12月	27.8%
2003年1月	35.9%

為替インデックスの要因分解



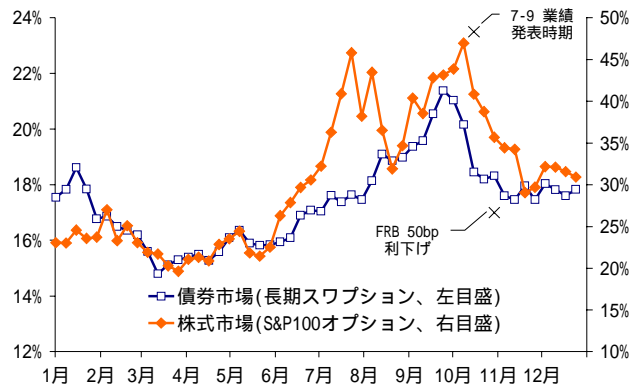
(注) 為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に表す指標。プラスが続くと円安局面。マイナスが続くと円高局面。詳しくは、「ニッセイ基礎研REPORT」1999.11号：REPORT『為替予測における発想の転換』を参照。

< 今週のトピックス：最近の米社債市場の環境 >

(担当：熊谷)

米金融市場では昨秋以降、FRBによる50bpの利下げや7~9月期業績への安堵感に伴う株価底入れを背景に、市場参加者の不安心理が解消し、ボラティリティーが低下した。こうした状況下、米社債市場では、起債の増加あるいは対国債スプレッド縮小に伴うセクター全体のパフォーマンス改善が見られるなど、復調の兆しが見え始めた。はたして、米社債市場は90年代の好環境を取り戻したのであろうか。

2002年初以降のボラティリティーの動き



【データ】CBOE、Bloomberg

クレジットスプレッドは大きく魅力的

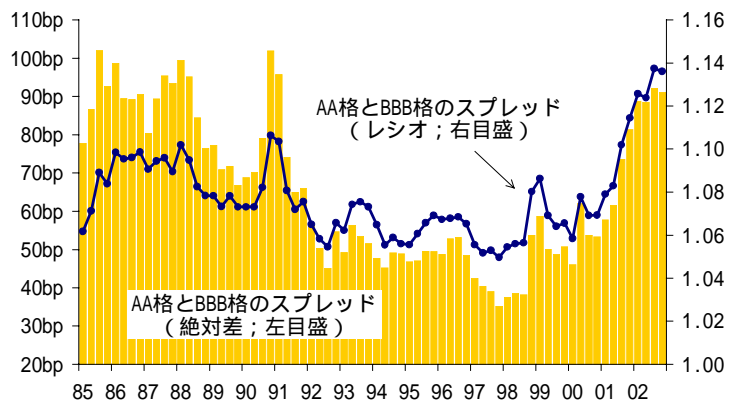
2001年初以降、ハイテクバブル崩壊に伴う景気後退で業績不振が続く中、エンロン、ワールドコムに端を発した不正会計が相次いで表面化すると、投資家の企業不信は過去に例を見ないほど高まった。社債市場では、少しでも格下げの可能性が出たり、先行き不透明感から株価が下落し始めたような企業の社債は、流通市場で投資家から完全に見放される動きが目立つようになった。こうした社債は、通常ならば「利回りベース」で取引されることを（例えば国債利回り+）株価のように「価格ベース」で取引され始め、利回りが一気に跳ね上がった。その結果、このような企業は、社債市場での資金調達事実上不可能になった。

こうした市場環境の変化を背景に、社債投資家が企業に要求するリスクプレミアムは大幅に増大し、クレジットスプレッドは2001、2002年と急拡大した。例えば、AA格とBBB格の利回りスプレッドを見ると、絶対水準は80年代後半の水準まで拡大、レシオは85年以降で見れば最高水準に達しており、信用力の格差に応じたクレジットスプレッドが大幅に拡大したことが確認できよう。

企業のバランスシート調整および株価

社債市場の環境が最悪の状態に陥る中、米企業は2002年に入りバランスシート調整を本格化させた模様だ。例えば、非金融法人企業によ

格付の違いによる利回りスプレッド



【データ】ムーディーズ、DRI-WEFA

る債務純増減の推移を見ると、2001年にはCP市場の大幅縮小、銀行の貸出態度硬化などを背景に、両市場を通じた債務調達に縮小したものの、社債市場での活発な資金調達が、CP・借入市場での純減分を上回っていた。しかし、2002年に入ると社債での資金調達も大幅に減少し、非金融法人部門の資金調達は年初来ペースで純増減がほぼゼロとなった（9月時点）。

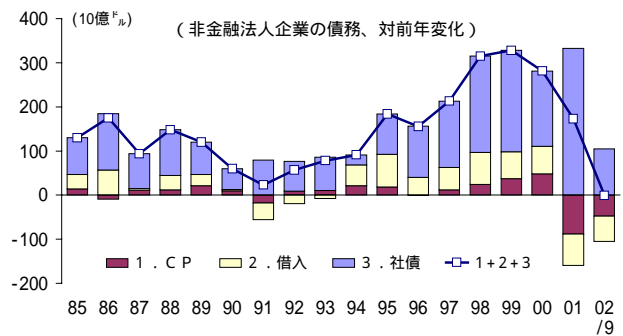
こうした社債発行を通じた企業による資金調達の減少は、

前述の通り投資家が社債を敬遠し、市場自体が機能不全に陥った面に加え、企業が資金調達意欲を失った面も考えられ、これら両面が寄与しているものと思われる。いずれにしても、企業はもはや積極的な債務の取込みを通じたバランスシート拡大路線をとっていないことは確かであろう。

企業のバランスシート調整が順調に進めば、90年代初のようにクレジットスプレッドが縮小する可能性はあろう。しかし、企業の債務残高を名目GDP比で見ると、昨年後半以降ピークアウトこそしているものの、水準自体は依然として高水準にとどまっている。90年代以降、日本では企業の債務残高がピークアウトしても、なかなか削減されない状態が続いており、バブル崩壊以降のデフレ・ディスインフレ期におけるバランスシート調整が、短期間で収まらない危険性を示唆している。米国の場合、調整のスピードは日本に比べて速い可能性が高いとはいえ、一国ベースで見て米企業のバランスシートが順調に健全化に向かっていると判断するには、もう少し様子を見る必要があるものと思われる。

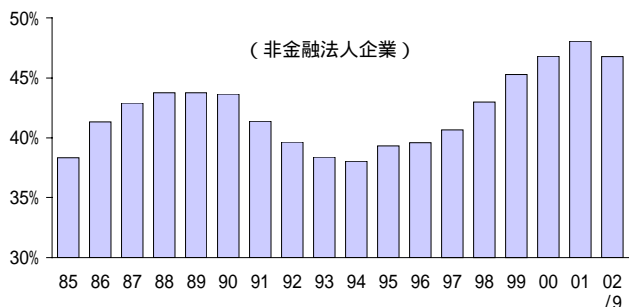
一方、株価についてはPERが16~17倍（S&P500、予想ベース）と、2~3年前の20~25倍から低下しており、バリュエーションの修正が進んでいることが確認できる。また、一段の金利低下や1/7に発表されたブッシュ政権による配当課税撤廃が、一時的に株価を押し上げる可能性はあろう。しかし、世界的な供給過剰、企業の価格支配力低下、年金債務負担の増大

米企業の債務純増減



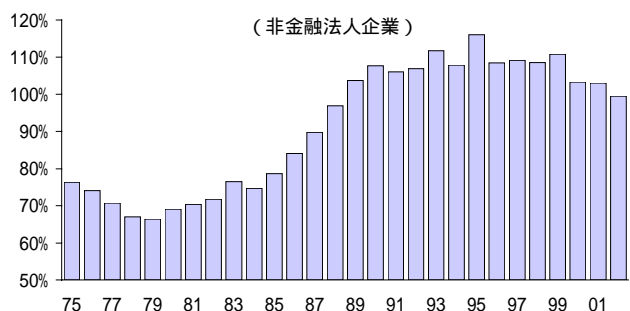
【データ】FRB

米企業の債務残高（名目GDP比）



【データ】FRB、商務省

日本企業の債務残高（名目GDP比）



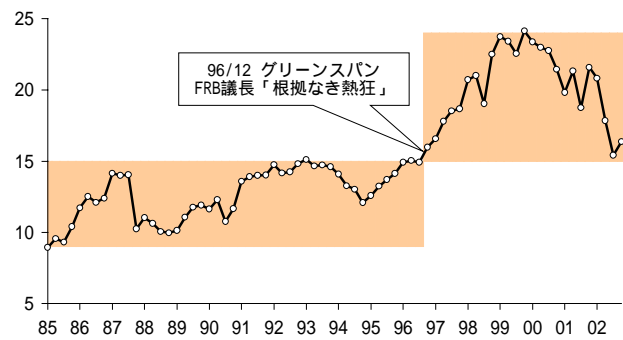
【データ】財務省、内閣府

といった経営環境が続く中、歴史的に見れば株価が依然として割高気味にある点には注意を要する。

このように、米社債市場は最悪期こそ脱したものの、一国ベースで企業のバランスシートを見ると、現時点で健全化が進展しているとはまだ言いきれないし、株価も依然割高感が残っている。従って、企業にとって少しでもネガティブな情報が出れば、

株価の不安定化などを通じてクレジットスプレッドが敏感に反応するリスクは残されており、優良銘柄とそれ以外の銘柄との間で跛行性が再び強まる可能性は否定できないだろう。

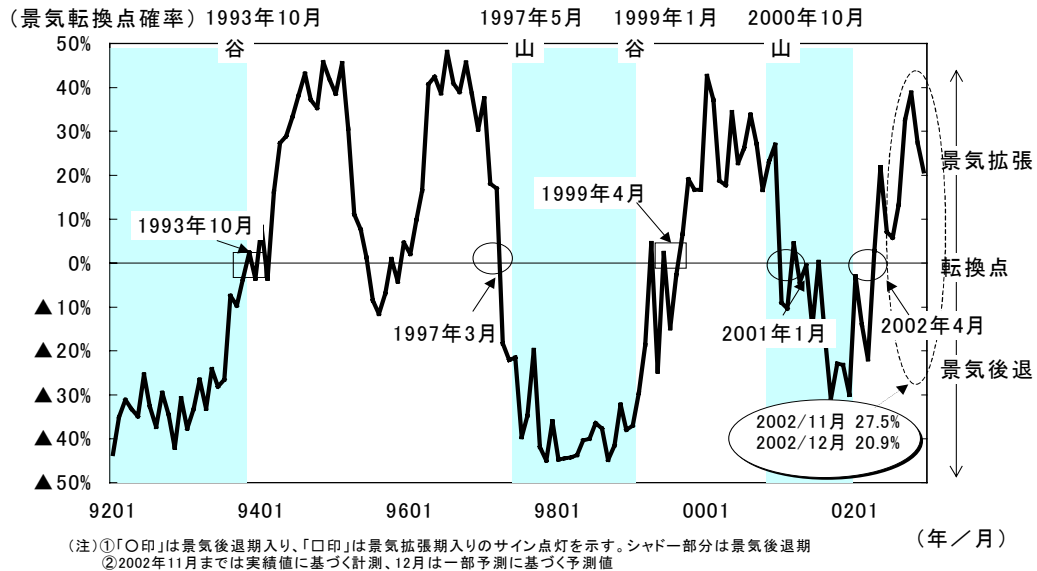
米国株の PER (S&P500 予想 EPS ベース)



【データ】IBES、Datastream

<ニッセイ基礎研インデックス>

ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) ~ 11月 : 27.5%、12月 (予測値): 20.9%



	ニッセイ景気動向判断指数 (NBI)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準 (10億円)	前期比	水準
02/2	-14.1%	525,093	▲0.4%	0.7%
02/3	-21.9%	523,261	▲0.3%	9.0%
02/4	2.8%	530,460	1.4%	0.3%
02/5	21.9%	531,558	0.2%	-6.9%
02/6	7.1%	530,363	▲0.2%	-19.3%
02/7	5.7%	530,492	0.0%	-21.5%
02/8	13.3%	536,220	1.1%	-10.7%
02/9	32.6%	539,222	0.6%	-13.9%
02/10	38.9%	536,725	▲0.5%	-9.5%
02/11	27.5%	537,738	0.2%	12.2%
02/12	20.9%			27.8%
03/1				35.9%

(注1) NBIはマネーサプライの計数訂正に伴い、2002/1月に過去に遡及してデータを改定
(注2) ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改定(2001年10月)

(注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値がゼロを上回れば「景気回復局面」、マイナスであれば「景気後退局面」、ゼロは景気の転換点を示す。

月次GDP : GDPを月次化したもの。2002年8月に内閣府がGDP速報の推計方法を変更したことに伴い、これまでの二面等価月次GDPを改定。

為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)