

Weekly エコノミスト・ レター

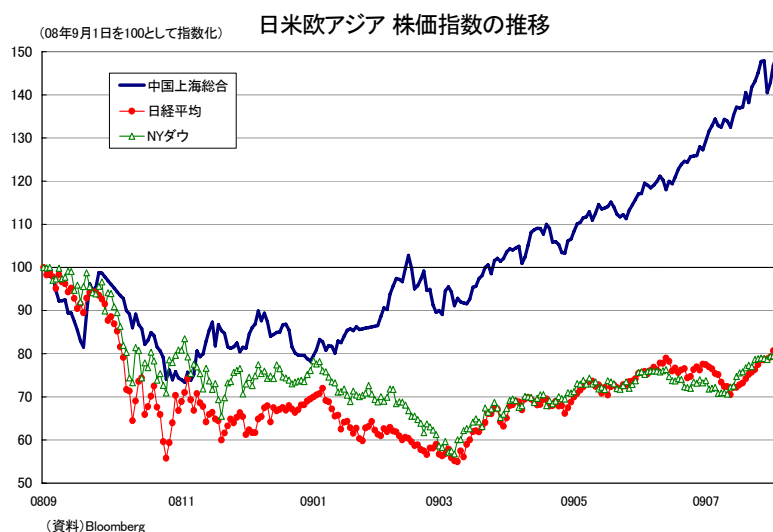
金融政策・市場の動き(8月)

~株式市場は再びマクロ注目：雇用悪化に歯止め
⇒売上増のシナリオが描けるか

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

1. 日米ともに株価が底堅い動きを続けている。企業決算というミクロから今後は再び各国のマクロに注目が集まる。7-9月以降、企業の売上が伸びるのが最大のポイントで各国の雇用所得環境の先行きに対して市場がどういうシナリオを描くのか注目だ。
2. (日銀金融政策) 日銀は10-11日に金融決定会合を開く。7月の決定会合で企業金融支援特別オペを年末まで延長することを決めただけで、今回は大きな政策を打ち出すことはないだろう。今回の決定会合の注目点は、物価に対するニュアンスが変更されるかどうか。
3. (長期金利) 長期金利は過度の悲観論が後退しているが、早期利上げ実施までにはかなりの距離もあり。1.3-1.5%の中での動きが当面続くと予想する。
4. (為替) 90円台前半から100円というボックス圏の中で推移が続くと読む。米国の巨額財政赤字、FRBの超低金利継続などドルの構造不均衡問題がドル高進行をおさえる一方で、日本も大幅な景気悪化には歯止めがかかったとはいえ積極的な円買い材料もなく、大きなトレンドはでにくい。

中国ほどではないが、日米も株価は底堅い



1. 株式市場は再びマクロ注目：雇用悪化に歯止め⇒売上増のシナリオが描けるか

(中国ほどではないが日米も株価は堅調、7-9月以降は売上が伸びるかどうかポイント)

各国とも株価堅調が続いている。中国ほどではないが、日米とも株式相場は強い。日経平均株価は月足で5カ月連続で陽線を記録している。7月の相場も月初は米6月雇用統計の悪化から下落となったが、その後は市場予想を上回る米国企業決算、日経平均1万超えからは日本の企業決算が株価上昇をサポートしてきた。

確かに4-6月の企業決算を見ると、収益の最悪期は脱したかもという期待ができそうだ。しかし日経平均銘柄のP E Rはすでに40倍を超える状況にまでなってきている。また売買代金が少ないことも実需を伴った株価上昇ではない、など過熱気味とどうしても筆者は感じてしまう。

コストカットは企業が筋肉質になっているとの見方もできるが、売上が伸びなければどうしてもP E R40倍は説明が難しく株価の調整は必至だ。

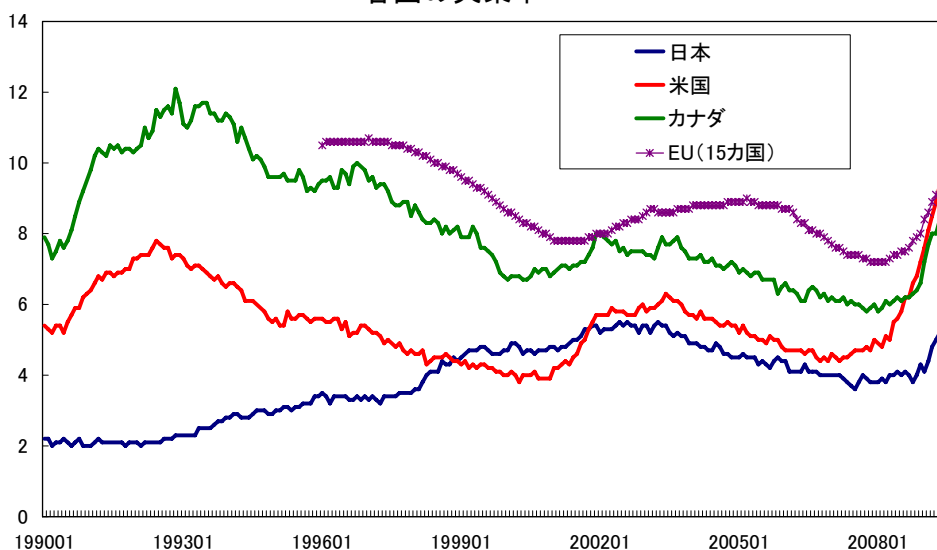
(日本の失業率と株価の関係：これから悪化する雇用と上昇する株価は矛盾?)

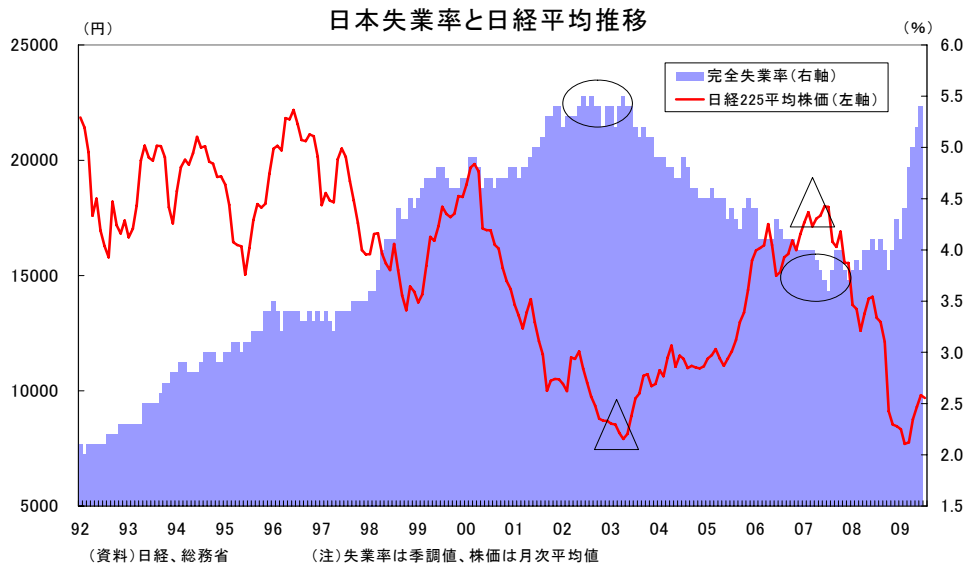
今回の決算でも年度の売上計画に対して企業が慎重だったのは、各国雇用所得環境の悪化が続いており先行きを見通せないためだろう。

実際各国の雇用悪化は止まっていない。

日本はこれから雇用環境が一段と悪化するとの見方が多く、年末には失業率は6%程度になると見られている。日本の失業率と株価の関係だけを見ると、大きなトレンドとしては失業率の底打ち・低下が見えてきて、株価の本格的な上昇が始まる。日本の失業率からすれば今後日本の株価調整は「あり」との見通しが有力となりそうだ。

各国の失業率





(米国の雇用に応ずる日本の株式市場：輸出依存での日本経済の回復を織り込む)

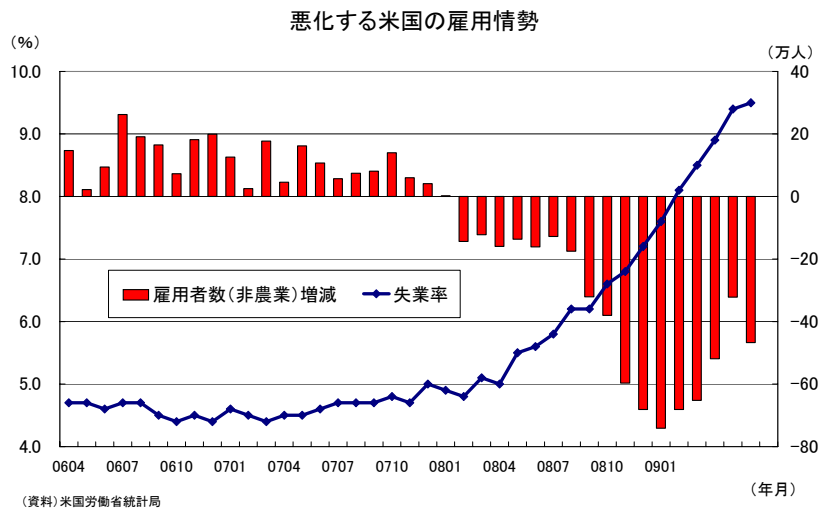
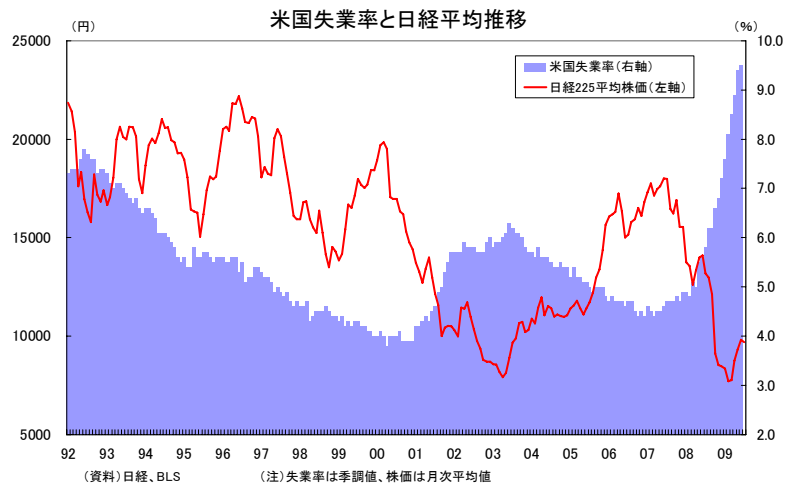
ただし、日本の現在の株価堅調の動きが米国の雇用改善を「先読み」している可能性はある。雇用調整が早い米国がいち早く抜け出し、日本の雇用悪化が続くというシナリオだ。

米国の失業率と日本の株価を見ると03年07年と見事に反転時期が一致している。この先米国の失業サイクルが変わることで輸出が戻り日本の輸出関連企業の株価が上昇するというパターンだ。

米国の雇用者数減少の動きが緩和・止まる⇒増加とのシナリオを市場が描き始めれば株価上昇の強い要因となるだろう。

筆者自身はまだ米国も住宅価格の下落は続き、不良債権問題解決には時間を要することから、企業の新規の雇用増にはかなり慎重で、失業率など雇用全体の改善がはっきりするには相当時間がかかると見ている。

本日7月分米雇用統計が発表される。雇用者減が止まり失業率の低下が先行き見



込まれるとの思惑が高まるかどうか、注目だ。

2. 日銀ウォッチ：景況感の上方修正は続くが、先行き慎重なスタンスに変化なし

日銀は10-11日に金融決定会合を開く。7月の決定会合で企業金融支援特別オペを年末まで延長することを決めただけで、今回は大きな政策を打ち出すことはないだろう。

日銀はここ3ヶ月連続で足元の景況感の上方修正を行なっている。しかし先行きに対しての慎重なスタンスに変化はない。海外の金融システム不安の再燃、国内でも選挙後の政策運営、政府によるエコカー減税や家電エコポイントが継続・打ち切りされるのかなど不確定要素が大きい。「09年度後半以降、わが国経済は持ち直していく」というのが基本シナリオとしながらも、成長率などの下振れリスクを警戒している。

先月の展望レポートの見直しでも09年度の実質GDPの成長率見通しは、4月時点の▲3.1%予想を▲3.4%に下方修正。10年度の成長率見通しも4月時点の+1.2%を+1.0%に下方修正している。

▽政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

| | 実質GDP | 国内企業物価指数 | 消費者物価指数 (除く生鮮食品) |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 2009年度 | -3.7~-3.0 <-3.4> | -6.0~-5.8 <-5.9> | -1.5~-1.2 <-1.3> |
| 4月時点の見通し | -3.7~-3.0 <-3.1> | -7.6~-6.9 <-7.5> | -1.6~-1.4 <-1.5> |
| 2010年度 | +0.6~+1.1 <+1.0> | -2.1~-1.5 <-2.1> | -1.2~-0.7 <-1.0> |
| 4月時点の見通し | +0.8~+1.5 <+1.2> | -2.4~-1.4 <-1.8> | -1.1~-0.8 <-1.0> |

先行きの下振れリスクを意識している現状からすれば、出口戦略に積極的に日銀が動き出すことはない。現状では年末に延期された企業金融支援策も延長の方向だと思われる。まして実質ゼロ金利を解除するというのは、まだシナリオの中で想定もしていない状況だろう。

今回の決定会合の注目点は、物価に対するニュアンスが変更されるかどうか。先月まではデフレスパイラル懸念が高いとの認識は日銀からでていない。6月分の消費者物価指数が最大の下落率を示したこと、また雇用賃金統計の悪化が鮮明になってきたことで、展望レポートで予想した想定内の物価下落からもう一段踏み込んだリスクを提示してくるのが注目だろう。

3. 金融市場（7月）の動き： 初旬は米6月雇用統計悪化で悲観論台頭、月末にかけては逆に楽観論が強まる

（10年金利）

7月の動き

10年国債利回りは、月初1.35%近辺からスタート、月末1.4%台に。

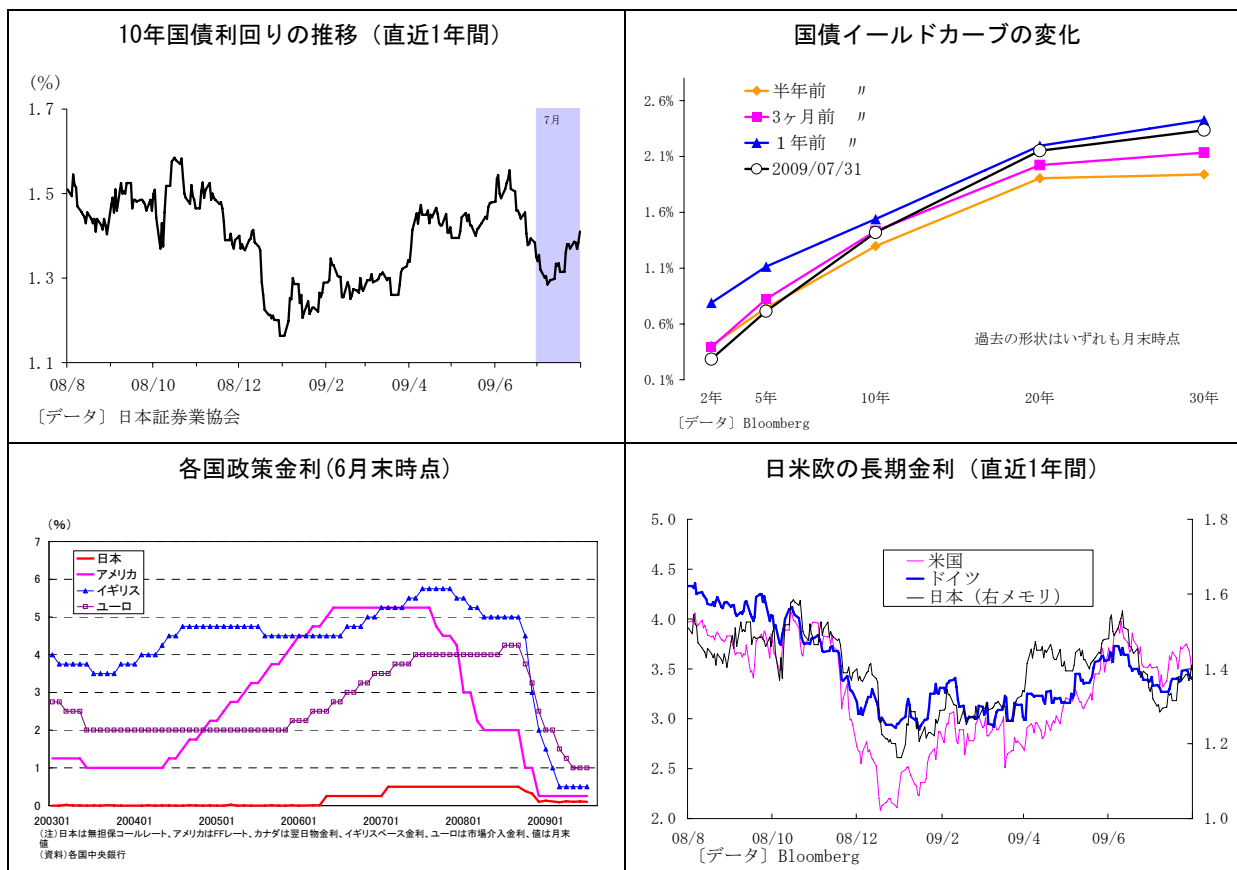
長期金利は、2日の10年債入札が無難に終わり、米雇用統計が大幅に悪化すると1.3%台前半に低下。その後も株価下落が続く中、8日機械受注が悪化し3月下旬以来となる1.3%割れに。しばらく1.3%台前半での推移が続いたが、好調な米企業決算を受けて、日米で株高となり長期金利も上昇傾向に。日経平均株価が1万円台を回復し、30日の鉱工業生産が回復を示す内容となると月末には約1ヵ月ぶりの1.4%台をつける。

当面の予想

長期金利は過度の悲観論が後退しているが、早期利上げ実施までにはかなりの距離もあり。

1.3-1.5%程度のレンジの動きが当面続くと予想する。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

7月の動き

円ドルレートは、月初め 96 円台後半からスタートし、月末 95 円半ばに。

2 日の米雇用統計が市場予想を上回る悪化となり、ドルが売られ 95 円台の円高に。その流れが続
き 9 日には NY 市場で一時 91 円台と約 5 ヶ月ぶりの円高に。その後 92 円台でもみ合う展開が続い
たが、米国企業の好決算を受けて日米株式相場が底堅く推移し 95 円台までドルが買い戻される展
開になった。27 日に米新築住宅販売が前月比で大幅に上昇し 95 円台半ばに。その後は米消費者信
頼感指数が市場予想を下回り、アジア株下落などから円は一時 94 円近辺に。月末にかけては株価
が再び堅調に推移し 95 円台半ばまでドルが買われた。

当面の予想

90 円台前半から 100 円というボックス圏の中での推移が続くと読む。米国の巨額財政赤字、FRB
の超低金利継続などドルの構造不均衡問題がドル高進行をおさえる一方で、日本も景気の大幅な悪
化には歯止めがかかったとはいえ積極的な円買い材料もなく、大きなトレンドはでにくい。

(ドルユーロレート)

7月の動き

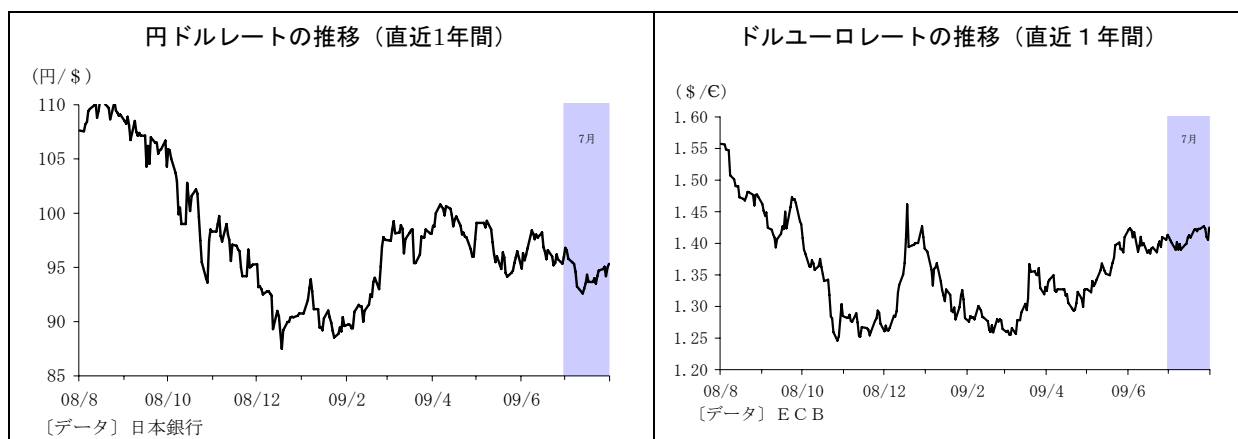
ドルユーロレートは、月初め 1.41 台始めでスタート、月末 1.42 台半ばに。

月初 1.41 台前半でスタートしたが、ユーロ高への警戒感から 1.39 台後半に戻りその水準での推
移が続く。サミット（8 日から）で特定の材料があったわけではないが、ユーロの先行きに対する
不安感が高まり 1.39 前半までユーロ安が進む。その後 CIT グループの破綻懸念やフィラデルフィ
ア連銀製造業景況指数の落ち込みなどドル安要因に反応し、1.42 台までユーロ高が進む。さらに月
末にかけては事前予測を上回る独 Ifo 企業景況感指数などから 1.42 台後半まで買われる。

当面の予想

短期的には世界的な株高を背景にユーロ堅調推移が続くが、ユーロ圏での金融機関に対する懸念、
中東欧問題、圏内の財政格差拡大によるユーロに対する信認低下などユーロ安に対する根本的な問
題の山積みからユーロ安局面への転換が年内には実現すると読む。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

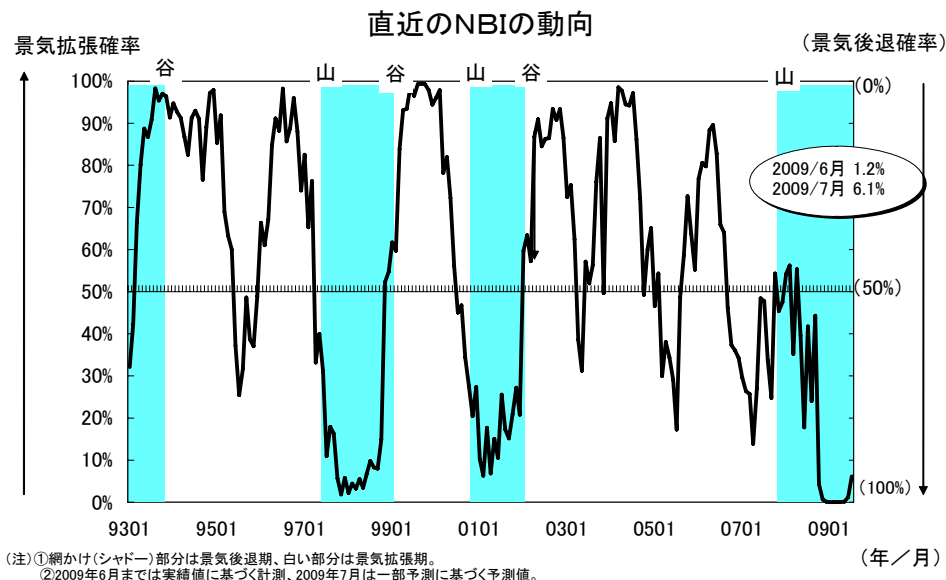


金利・為替予測表 (2009年8月6日現在)

| | | 2009年 | | | 2010年 | |
|--------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 4-6 | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 |
| | | 実績 | 予測 | | | |
| 日本 | コールレート (期末) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| | 10年金利 (平均) | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.5 |
| アメリカ | FFレート (期末) | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 | 0-0.25 |
| | 10年金利 (平均) | 3.3 | 3.7 | 3.9 | 4.0 | 4.2 |
| ユーロ圏 | ECB市場介入金利(期末) | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| | 10年金利 (平均) | 3.4 | 3.5 | 3.7 | 3.8 | 4.0 |
| 円ドル | (平均) | 97 | 94 | 90 | 95 | 95 |
| ユーロ・ドル | (平均) | 1.36 | 1.40 | 1.35 | 1.30 | 1.30 |
| 円・ユーロ | (平均) | 132 | 132 | 122 | 124 | 124 |

<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) ~09年6月: 1.2%、7月 (予測値): 6.1%



| | 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 |
| 08/6 | 17.8% | 561,702 | ▲0.5% | 18.9% |
| 08/7 | 41.8% | 562,030 | 0.1% | 24.5% |
| 08/8 | 24.0% | 556,069 | ▲1.1% | 18.3% |
| 08/9 | 44.3% | 559,898 | 0.7% | 33.5% |
| 08/10 | 4.3% | 558,207 | ▲0.3% | 42.4% |
| 08/11 | 0.7% | 536,399 | ▲3.9% | 47.0% |
| 08/12 | 0.1% | 522,271 | ▲2.6% | 43.4% |
| 09/1 | 0.0% | 518,810 | ▲0.7% | 11.0% |
| 09/2 | 0.0% | 518,676 | ▲0.0% | -47.4% |
| 09/3 | 0.0% | 520,346 | 0.3% | -49.6% |
| 09/4 | 0.1% | 520,389 | 0.0% | -49.8% |
| 09/5 | 0.1% | 521,879 | 0.3% | -49.5% |
| 09/6 | 1.2% | 526,158 | 0.8% | -49.3% |
| 09/7 (予測値) | 6.1% | | | -49.2% |
| 09/8 | | | | -49.2% |

(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50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。
- 月次GDP : GDPを月次化したもの。
- 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もありません。