

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(12月)

～出遅れ感が日本株をサポート、日経平均株価1万円を回復

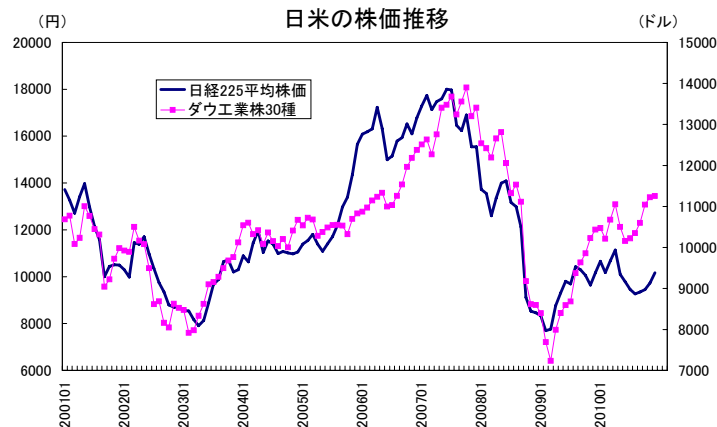
経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 上野 剛志

(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. (日経平均1万円、円高一服、長期金利は1.1%台に) 1ヶ月前とは市場の様子が変わってきた。円高一服などから悲観論が後退してきている。ただし、国内経済の動きはこれからしばらく輸出減、政策効果剥落などから停滞気味に。世界的な構造調整も依然強く悲観論収束とはならない。
2. (日銀金融政策) 0.1%という超低金利長期化のシナリオは変わらず。日銀の出口開始はFRBの利上げ後。国内景気ではアジア向け中心に輸出がどの程度鈍化してくるか、エコカー補助金などの反動減がどの程度大きく出るのがポイント。
3. (長期金利) 日本の長期金利は米長期金利に左右される展開が続く。これまでほぼ一本調子で金利が上昇してきただけに、押し目買いの勢いが強まる可能性がある。
4. (為替) 5月から11月初めまで続いた円高局面は、円の問題というよりは、ユーロ「弱い」、ドル「弱い」の中で相対的に魅力が高まった円が買われた。現在は円に取り立てて変化が無い中で、ユーロ「弱い」、ドル「微妙」になっており、円高圧力がやや和らいでいる。当面円ドルはボックス圏での動きになるだろう。なお、朝鮮問題緊迫化で日本の地政学リスクが意識される事態になれば、ドル独歩高に。



1. 出遅れ感が日本株をサポート、日経平均株価 1 万円を回復

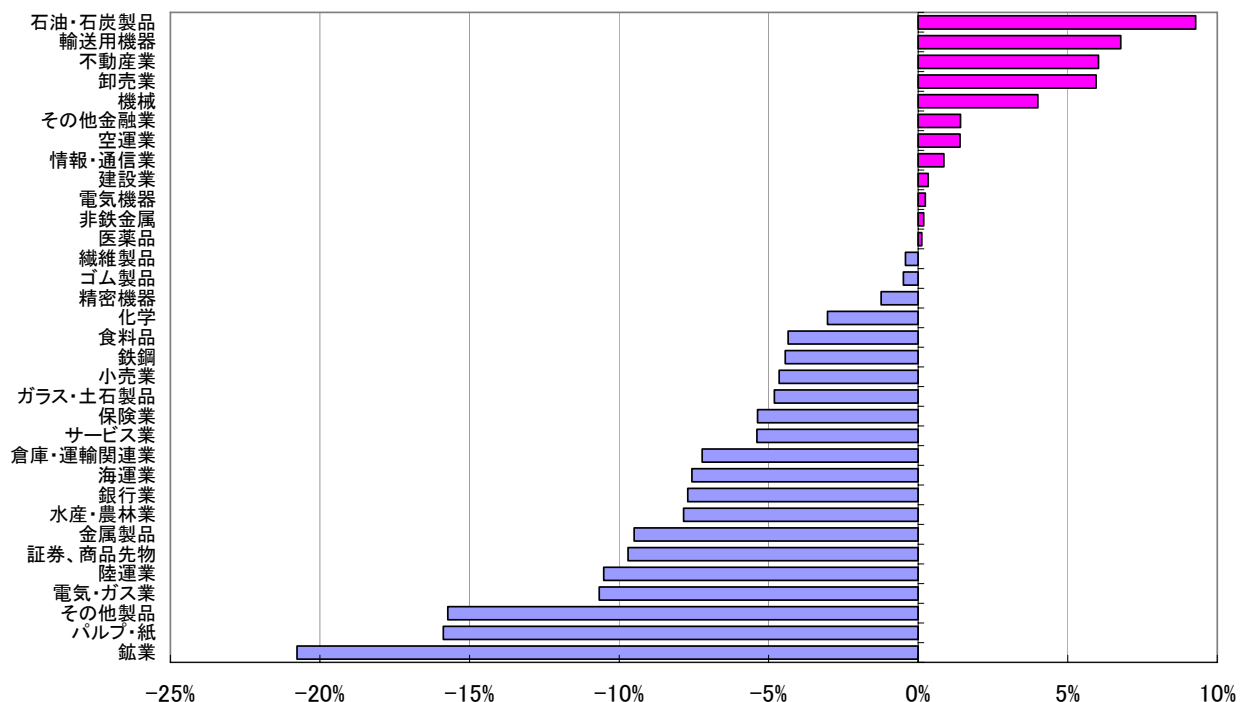
1ヶ月前とは市場の様子が変わってきた。国内では80円突破かと思われていたドル円レートが足元84円台まで戻してきたことが大きく悲観論を弱めている。11月4日のFOMCで金融緩和合戦が一旦収束し、米国の雇用・消費などで良好な経済統計が発表されたことが円安の動きを作っている。注目のクリスマス商戦も健闘していると報道されている。これにユーロの混迷がユーロ売り・ドル買いの流れを後押しし、為替は9月下旬以来の84円台をつけていることなどが市場の見方に変化を与えている。海外では欧州の財政問題は一向に出口は見えないが、米国では雇用・消費を中心に市場予想を上回る改善が見られ、バブルの懸念はあるものの新興国が比較的堅調な内需を示していることが、世界的な株高を生んでいる。

ミクロでは中間決算が発表され、東証1部上場企業の今年9月中間連結決算では上場企業全体の経常利益は前年同期比で倍増を果たしている点も、日本株の割安との見方をサポートしている。

(日本の景気：反動増減で実勢見えにくい、明らかに「だらだら」「弱め」の動き)

前回1万円だった時点(10年6月)からの騰落率を見ると、高パフォーマンスを示しているのは、アジア、資源といったキーワード業種ばかり。国内需要の業種は大きく溝を開けられているのが現状だ。本格的な株価上昇には内需の力が必要だが、日本経済の動きはしばらく「だらだら」ないしは「少し弱め」の動きになりそうだ。

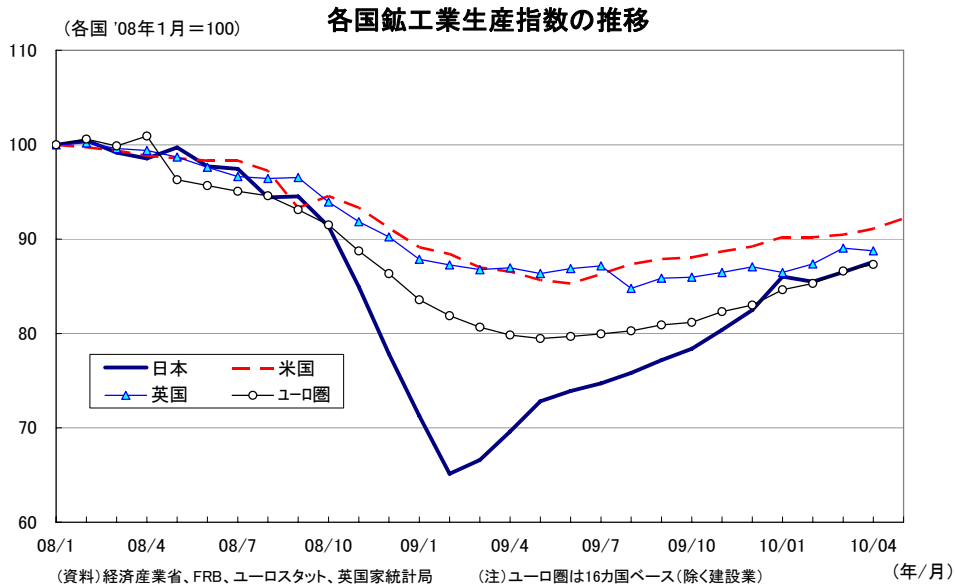
業種別東証株価指数 騰落率



(資料)東証 (注)6月3週末と11月4週末との比較

7-9月期の鉱工業生産は前期比▲1.9%と6四半期ぶりに低下した。中国向けを中心に輸出の力強さがなくなってきていることが、生産動向を弱めている。一方、7-9月期の実質GDP成長率は、前期比年率3.9%と潜在成長率を大きく上回る成長を示した。これは自動車、たばこの駆け込み需要から民間消費が高い伸びとなったことが大きく寄与している。駆け込み需要の反動減は残念ながら顕在化してきて

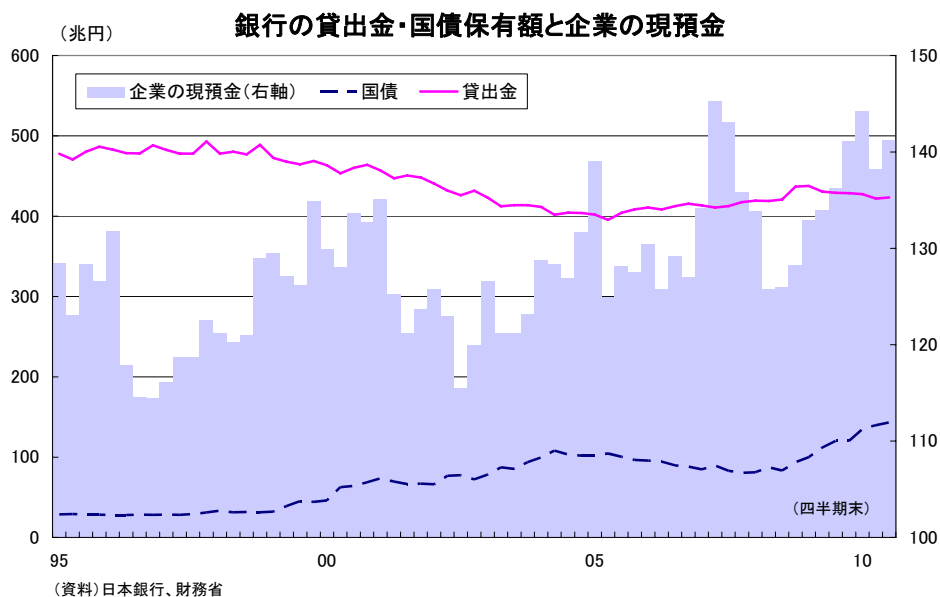
いる。エコカー補助金終了により自動車販売台数は9月、10月と急減し、10月の販売台数はリーマン・ショック直後の水準を下回っている。10-12月は民間消費の落ち込みから実質GDPはマイナスに転じる可能性が高い。先進各国の失業率は高くまだまだ内需に期待が持てる状況ではないが、生産などを各国横並びでみると日本が再びおいていかれるとの見方も強まりそうだ。



(金利上昇が続くが、現金=キングの基本構造に変化なし)

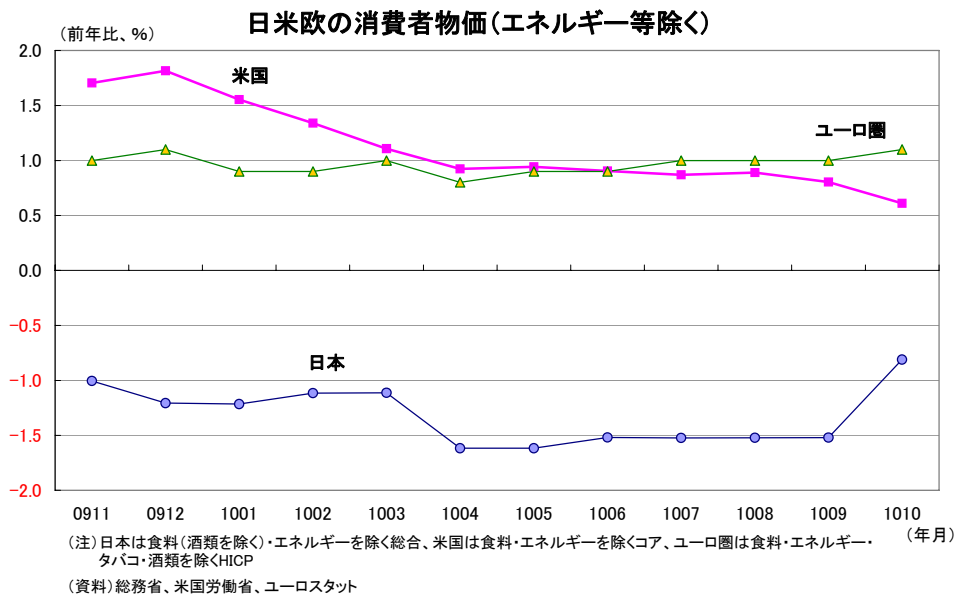
銀行の中間決算が発表されたが、今回の決算では本業の融資はまったく儲からず、儲けの大半は金利低下による国債売却益。企業の現預金は法人企業統計上では141兆円規模(9月末)に。日銀によれば、国内銀行の法人向け貸出残高が272兆円(同)だから、企業は貸出の5割強を現金で保有していることになる。デフレ、企業の期待成長率の低下などから現金保有が進んでいるのだろうが、日本国内企業を見る限り中長期の戦略で設備投資などに向かい資金が逼迫するとの動きはない。

個人、企業、銀行にとって現金・国債=キングの構造にまったく変化は見られない。



中間決算も終わり、これからはマクロ統計に注目が集まるだろう。市場の見方修正とは逆に、各国中央銀行の総裁のコメントは渋い。例えば日銀の白川総裁は 29 日の講演であらためて、基金の増額にあたっては「世界的にも初めての政策」としながらも、「政策の効果と副作用を点検したうえで、効果が勝り、想定よりも経済が厳しいということになれば、買入れ増も有力選択肢であり、排除しない」と語った。

白川総裁がかなり慎重になるのも、日本の 90 年代の動きを見ていれば、問題は短期間では解決しないということを考えているに他ならない。例えば EU の問題は市場ではギリシャ⇒アイルランドの次を探しにいくだろう。赤字の問題は最終的には「負担」が発生し、日本の不良債権問題⇒財政支援の流れに他ならない。その間市場は次の銀行を探し続けた。確かに欧州ではいくつかの取り組み、制度設計ができてきてはいるが、負担は必ず発生し、そこに損得が生じる。その決定には政治的なプロセス、しかも EU では各国間の調整もあり、時間がかかる。米国では失われた雇用をどう回復するか。雇用があまりに失われたことでこれ以上雇用減になる可能性は少ないとしても、緩やかにしか雇用が回復しないとすれば、日本が味わったデフレに直面するリスクもある。そうなれば、個人が抱える負債はデフレでさらに増幅され、デフレスパイラルの危機にさらされる。各国ともまだまだ内需が弱く、バブルの危険性のある新興国の力に頼らざるをえない。まだまだ大きなトレンドは下向きの中で循環的な景気サイクルが弱く動いていると見たほうが無難な局面だ。



2. 金融市場（11月）の動きと今後の予想：円高一服、株価も1万円回復、

長期金利は1.1%台に

（10年金利）

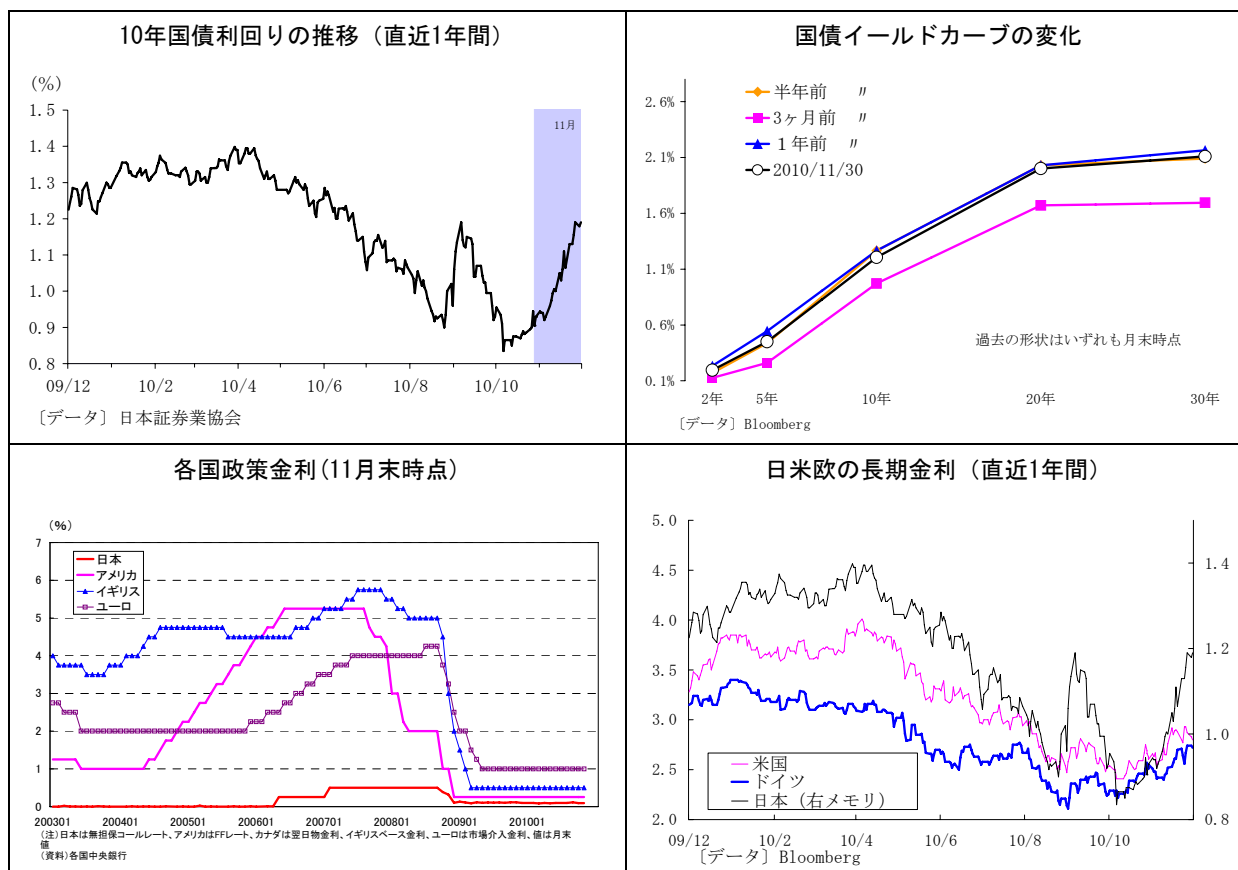
11月の動き 月初0.9%台半ばからスタートし、1.1%台後半に。

4日にFOMCで追加緩和が発表され、米国長期金利の低下を受けて日本も0.9%台前半に低下した。その後5日の米雇用統計が市場予想を上回る改善し、世界的に株価が上昇し11日には1%超えに。G20を契機に円高が一服し、米国を中心に経済統計が良好な結果を示すと、各国長期金利が上昇、日本も月末にかけて1.1%台後半まで上昇した。

当面の予想

日本の長期金利は米長期金利に左右される展開が続く。注目されるのは米国経済の動向だ。特に現状は強弱が入り乱れている感があり、回復基調がどれだけ示されるかが市場の最大のテーマになる。11月の日米長期金利上昇は米雇用統計改善がきっかけになった面が強く、本日発表の11月雇用統計が改善の持続性を裏付けるかどうか、で当面の流れが決まりそうだ。ただし、ポジティブ・サプライズがあった場合でも、バランスシート調整など米国経済の構造的課題が債券価格を下支えするうえ、国内市場要因としても、これまでほぼ一本調子で金利が上昇してきただけに、押し目買いの勢いが強まる可能性がある。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

11月の動き 月初め 80 円台半ばからスタートし、月末 84 円台前半に。

月初は円高圧力が強い状況が続く。4 日 FOMC で事前予想をやや上回る 6,000 億ドルの国債買入が決まり、今後の追加緩和期待が薄れたこと、5 日の雇用統計が市場予想よりも良かったことで 8 日には 81 円台にドルが買われる。その後も米国で良好な経済統計が発表され 16 日には 83 円台後半へ。23 日に北朝鮮が韓国の延坪島を砲撃し、ドル買いの流れが強まり 84 円近辺に。月末にかけてはアジア株が良好な動きを示すとリスク許容度改善の動きから 84 円台をつける。

当面の予想

5 月から 11 月初めまで続いた円高局面は、円の問題というよりは、ユーロ「弱い」、ドル「弱い」の中で相対的に魅力が高まった円が買われた。現在は円に取り立てて変化が無い中で、ユーロ「弱い」、ドル「微妙」になっており、円高圧力がやや和らいでいる。長期金利同様、雇用統計が当面の流れを決めると思われるが、ドルが信頼を取り戻すにはもう少し時間がかかるため、当面円ドルはボックス圏での動きになるだろう。なお、朝鮮問題緊迫化で日本の地政学リスクが意識される事態になれば、ドル独歩高に。

(ドルユーロレート)

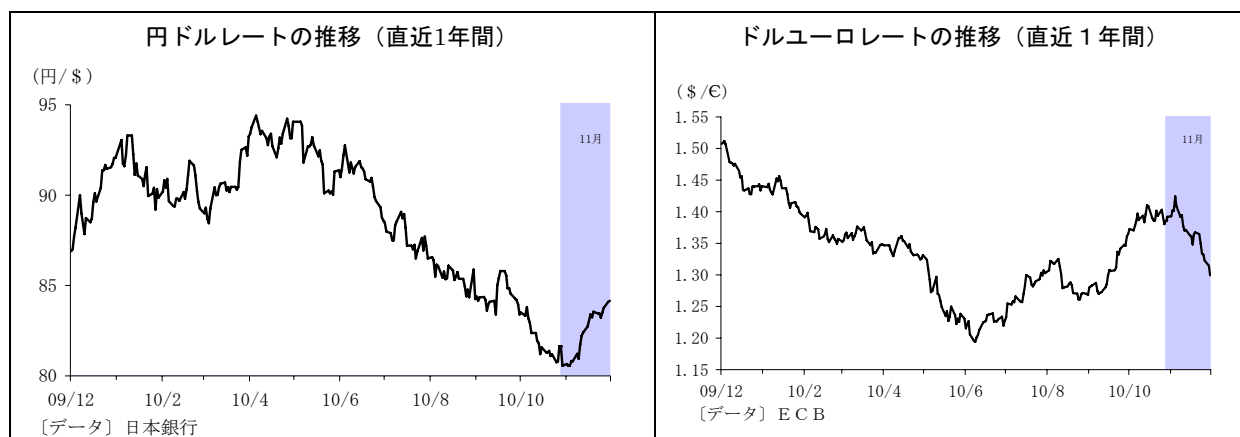
11月の動き 月初め 1.39 台前半でスタート、月末 1.29 台後半に。

2 日ユーロ圏 PMI 製造業指数が事前予想を上回り、豪中銀が事前予想に反して利上げを実施したことでリスク通貨への流れからユーロが買われ 1.40 台となる。5 日の米国雇用統計が良好な結果となるとユーロ安に転じ始め、8 日にアイルランドの財政問題が再燃し、ユーロ安の流れは強まり月中央には 1.33 台に。EU、IMF などからの支援策が決定されるが、ユーロに対する不安は解消されず月末には 1.3 台を割り込む。

当面の予想

アイルランドの財政問題は EU・IMF の支援決定で一段落したが、ここに至るまでに改めて欧州の足並みの乱れや問題の根深さが露呈した。市場はアイルランドの次として、ポルトガルやスペインまで見据え始めており、この辺で不安を食い止められるかがカギとなる。いずれにせよ、不安の解消にはまだ遠く、ユーロ相場の低迷は続くだろう。

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 (2010年12月1日現在)

| | | 2010年 | | 2011年 | | |
|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 7-9 | 10-12 | 1-3 | 4-6 | 7-9 |
| | | 実績 | | 予想 | | |
| 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) | 1.1 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| 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) | 2.8 | 2.8 | 3.0 | 3.2 | 3.2 |
| 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 (ドイツ、平均) | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.9 |
| 円ドル | (平均) | 86 | 81 | 85 | 87 | 90 |
| ユーロ・ドル | (平均) | 1.29 | 1.37 | 1.35 | 1.35 | 1.30 |
| 円・ユーロ | (平均) | 111 | 111 | 115 | 117 | 117 |

(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。