

# 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 / 最近の米企業行動と社債スプレッド

### < 今月の日銀ウォッチ >

1. 円高が進行しているが、日本経済への強気の見方が市場で強まっている。日銀内部でも追加緩和の勢力図が少しずつ変化しているようだ。
2. 4月8、9日の決定会合で追加緩和はないと予想する。ただし米国の雇用統計発表(2日)を受け、直前に株安と円高の同時進行となった場合には、空気が一転する可能性は残る。

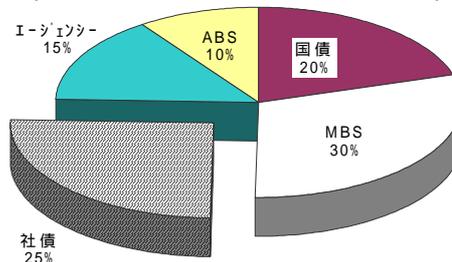
### < 金融・為替市場の動き >

1. 新年度以降も株高が続くとの見方は強いものの、基本的に金融政策が引締めへ転じる可能性はないと思われることから、長期金利(10年国債利回り)は引き続き1%台前半を中心としたレンジ推移を続けよう。
2. 米国にはドル安志向を続ける材料が多数存在していることや、対外収支格差などがドルの上値を限定的なものとするところから、今後とも円高・ドル安圧力が継続的にかかり、介入がそれを食い止める、といった構図が続くことになろう。

### < 今週のトピックス：最近の米企業行動と社債スプレッド >

1. 米国社債市場では昨年、マクロ・ミクロ・需給などのプラス要因を背景に、格付け間のスプレッド縮小が急速に進んだ。
2. 仮にミクロ的側面が今後ともスプレッド縮小の支援材料になるとしても、社債市場が「ベストシナリオ」をスプレッドに相当織り込んでしまった分、「スプレッド自体に含まれる投資価値は、あまり残されていない」と見るのが、順当な考え方であろう。

米国では社債の市場規模が国債を上回る  
(2003年末時点の主要セクター別ウェイト)



(資料) Bond Market Associationより作成

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

シニアエコノミスト 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/>

## < 今月の日銀ウォッチ >

(担当：矢嶋)

### 強気の見方強まる

為替市場ではここ1ヵ月で10円近く円高が進行、年度末の3月31日には、実に3年11ヵ月ぶりに103円台に突入した。当研究所では、米国経済の減速と昨年秋からの円高（3月時点の見通しで、円ドルレート（年度平均）を2003年113円、2004年106円と予想）の影響で、2004年度後半には日本経済がスローダウンすると考えている。足元、消費が想定よりもかなり強いが、円高が逆に想定よりも進んでおり、景気がスローダウンするという見方は変わっていない。しかしこれとは逆に、一部に日本経済の先行きについて強気の見方が広がっている。

日銀審議委員の中にも（従来の、出口政策当面封印の姿勢は変わらないが）、景気、物価、追加緩和の必要性などについてトーンの変化が出ている。

武藤日銀副総裁の産経新聞インタビュー（3月24日）

（消費者物価は）いずれ安定的にプラスとなる状況が展望できる。個人的には17年度にそういう事態が来ることを期待している

福間審議委員の講演（3月25日）

- ・景気循環の観点からは自律的な回復局面が視野に入りつつある
- ・景気に前向きな循環が見られ、金融システム全体の安定性が高まりつつある中では、量的緩和政策の効果と副作用の差は一頃に比べるとやや縮まっている

福間日銀審議委員は、これまで追加緩和策積極派とされていた。その福間審議委員から副作用を意識した発言が出ている。現在の経済状況では追加緩和の必要性が大幅に減じているとの判断だろう。追加緩和に対して積極的ポジションから中立に変化しているようだ。

次回決定会合は、4月8、9日に行われる。日銀執行部で追加緩和のトーンが若干変わっていることなどからすれば、当座預金の引き上げなどの追加緩和は実施されないと予想する。

ただし、この週末に米国雇用統計が発表されるが、結果が予想以上に悪く米国の景気回復・雇用回復が遅いとの判断が市場を支配、米国株下落、ドル安が進み、さらに明けた東京市場で株安と円高が同時進行した場合には、空気が一転する可能性はある。この場合、財務省サイドも介入に対し強いコメントを出し、介入も相当規模行うだろう。そのときには日銀も1月と同様に、介入に協調する形で追加緩和を実施するシナリオが予想される。

### 財務省の介入姿勢と追加金融緩和

3月31日に、3月分の介入実績が発表され、総額4兆円の介入が実施されたことが明らかとなった。市場では2月末から3月初めにかけて105円から110円への押上げ介入に、各国、特に米国からの批判がでて、その後介入姿勢に変化があったと考えられている。

その点、今回発表の介入実績では、3月中旬以降にどの程度介入を実施したか分からないが、市場での「介入姿勢」についての思惑は高まるだろう。すなわち市場の見方通り110円以降介入を実施していないとすれば、介入姿勢に変化ありと考え円高圧力が高まる。また実際には介入が行われていたとすれば、介入姿勢自体に変化はなかったということで市場の読みが間違っていたということになるが、その時は「介入は効かない」という判断を市場がしそうである。いずれにせよ3月の介入実績の詳細の出る5月が注目だ。

この介入姿勢に変化があったのかどうかは、金融政策にも少なからず影響する。昨今の追加金融緩和は、円高阻止に向けた財務省との協調であった。海外からの批判のように国内景気の力強さが円高に勝るという判断であれば、介入はスージングにとどまり金融政策も追加緩和の必要性はそれほどない。しかし国内景気の見方が変わり始め、株安となった場合、円安にできなければ、金融政策に株価、為替への影響を与えるべきとの圧力が高まる。当座預金残高目標の引き上げにとどまらず、国債買入オペ増額やその他非伝統的手段の拡大などの実施可能性が高まるだろう。

### 展望レポートの注目点

4月28日に、展望レポート(四半期に一回)が公表される。今回は2003、2004年度についての実質GDP、企業物価、消費者物価指数の見通しが発表される。2004年度のCPI予想は、レンジの上限も若干のマイナスで見通しが公表されると予想する。

### 「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年10月)」 (大勢見通し)

対前年比、%、< >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)
2003年度	+2.3 ~ +2.6 <+2.4>	-0.9 ~ -0.5 <-0.7>	-0.3 ~ -0.1 <-0.2>
4月時点の見通し	+0.8 ~ +1.1 <+1.0>	-1.0 ~ -0.9 <-1.0>	-0.5 ~ -0.4 <-0.4>
2004年度	+2.3 ~ +2.6 <+2.5>	-0.8 ~ -0.4 <-0.6>	-0.5 ~ -0.2 <-0.3>

最近の物価の動きを押さえておこう。

足元の物価統計を見ると、GDPデフレーターはマイナス幅が拡大しているものの、企業物価、消費者物価はマイナス幅が明確に縮小し水面下近辺の動きとなっている。消費者物価(全国、生鮮食品除き)は、昨年10月に98年4月以来の前年比プラスとなり、その後はゼロ近辺での推移が続いている(1月 0.1%、2月0.0%)

ただし、4月以降消費者物価を押し上げている制度的(医療費負担増、たばこ増税) 特殊要因(米価格上昇)が剥げ落ちるといふマイナス要因と、需給ギャップの改善が、緩やかではあるが物価に波及する、素材価格上昇が川上から川下への波及(ただし所得雇用環境の改善が緩慢なため、川下への波及は限定的ではある)などプラス要因とが相殺し、2004年度の消費者物価指数(全国、生鮮食品除き)は若干のマイナスとなるだろう(当研究所の予測は、2004年度 0.3%)。今回の展望について言えば、予想レンジの上限も若干のマイナスで公表される可能性が高く、プラスで出されるかどうかという注目点は、2005年度予想が出される10月の展望レポートまで待つこととなるだろう。

## < 金融・為替市場の動き >

(担当：熊谷)

### 最近の金融市場の動き

#### (3月の概況)

国内金融市場では、円安進行と業績改善期待を手掛かりに株高が続いたことや、10年国債入札(2日)が低調に終わったことを背景に、月初には長期金利(10年国債利回り)が1.4%台半ばまで上昇した。その後、5日に発表された2月米雇用統計が失望的な結果を示したため、米国で株価が下落するとともに金利先高観が後退すると、国内市場も株安・金利低下に転じた。さらに、8日にスノー米財務長官が為替介入に批判的とも受け取れる発言を行ったことで、円が上昇に転じるとともに、11日にスペインでテロ事件が発生すると、地政学的リスクの高まりから株安・金利低下が加速し、長期金利は1.2%台まで低下した。しかし、世界的な業績回復期待の高まりから、月下旬には日米とも株安に歯止めがかかったのに加え、24日にS&Pが日本の格付けに対する見通しを「ネガティブ」から「安定的」に引き上げたのを受け、海外勢の「日本買い」に対する安心感が広がった。その結果、円高にもかかわらず日経平均株価が1万2千円を目指す展開となり、株高を背景に長期金利が1.5%近辺まで大幅に上昇した。

#### (当面の円金利見通し)

国内景気の持続的回復への期待を背景に、新年度以降も株高は続くとの見方がコンセンサスとなっている状況下、長期金利の低下余地は当面限られたものとなろう。しかし、商品市況が高騰する中でも、企業物価や消費者物価の伸びは依然としてプラス圏に定着していないこと、また、円高圧力が緩和されていないことなどから、基本的に金融政策が引締めに転じる可能性はないと思われ、投資家の押し目買いは継続しよう。したがって、長期金利の上昇も限定的となり、引き続き1%台前半を中心としたレンジ推移を続けよう。今後1カ月の10年国債利回りの予想レンジは、1.2~1.5%。

### 最近の為替市場の動き

#### (3月の概況)

為替市場では、政府・日銀が円を押し下げるかたちで介入を続けたことで、月初には1ドル=112円台まで円安が進行した。しかし、グリーンズパンFRB議長(2日)とスノー米財務長官(8日)が為替介入に対し、相次いで批判的とも受け取れる発言を行うとともに、政府・日銀の介入姿勢が見直されるとの一部報道(16日)が伝わると、一転して110円を割り込む水準まで円が買われた。その後も、ECBによる利下げ観測の高まりに伴う対ユーロでの円買い、S&Pが日本の格付けに対する見通しを「ネガティブ」から「安定的」に引き上げたことを好感した海外勢の円買い(24日)、英タイムズ紙による「日本当局による多額の為替介入政策は終了した」との記事(28日)など、

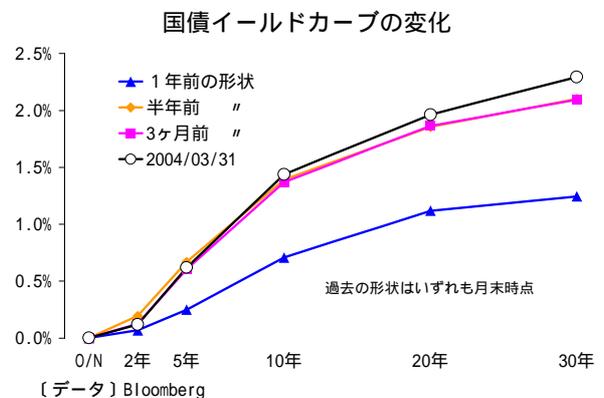
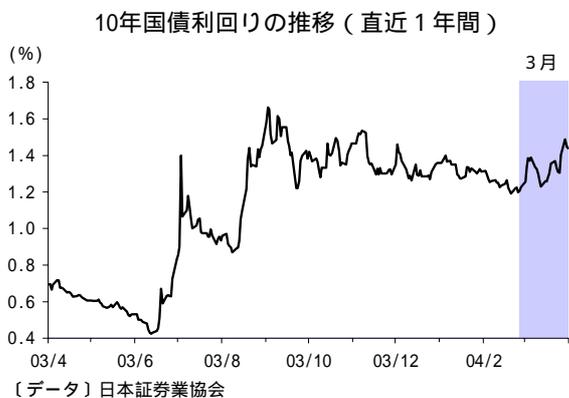
一連の買い材料を手掛かりに、円高圧力が続いた結果、31日には一時2000年6月以来となる1ドル = 103円台前半まで円高・ドル安が進んだ。

ドルユーロレートは、欧州当局によるユーロ高懸念発言をきっかけに、ECBによる利下げへの思惑が高まったことでユーロ安となった後、スペインでのテロ事件や米雇用環境改善の遅れといったドル売り材料を手掛かりに、暫く揉み合う展開が続いた。しかし、トリシェECB総裁が将来の利下げを示唆するような発言を行うと(24日)、再びユーロ売り優勢となり、月後半には一時1ユーロ = 1.20ドル台までユーロ安が進行した。

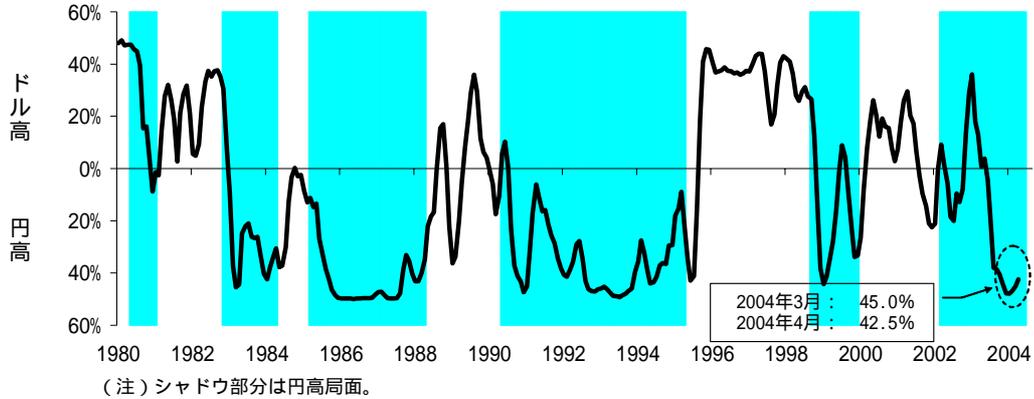
**(当面の見通し)**

企業収益(ドル安 増収)、物価(ドル安 物価下落を阻止)、大統領選挙(産業界からの圧力)など、米国にはドル安志向を続ける材料が多数存在していることや、対外収支格差などのファンダメンタルズ要因がドルの上値を限定的なものとするところから、今後とも円高・ドル安圧力が継続的にかかり、介入がそれを食い止める、といった構図が続くであろう。しかし、日本の景気回復を先取りするかたちで、海外投資家の「日本買い」が前倒しで実施された分、日本向けの資本流入が一服すれば、目先の円買いが緩和される可能性も否定できない。

一方、欧州では景気回復の遅れを背景にECBの利下げ期待が高まっているが、域内経済の減速と世界経済の鈍化が明確になるまで、市場の思惑通りECBが早々に利下げに動くのは困難と思われ、政策変更は暫く先送りされよう。今後1カ月の円ドルレートの予想レンジは1ドル = 100 ~ 106円、ドルユーロレートの予想レンジは1ユーロ = 1.20 ~ 1.26ドル。



## 為替インデックス(円ドル): 4月は 42.5%と円高サイン継続



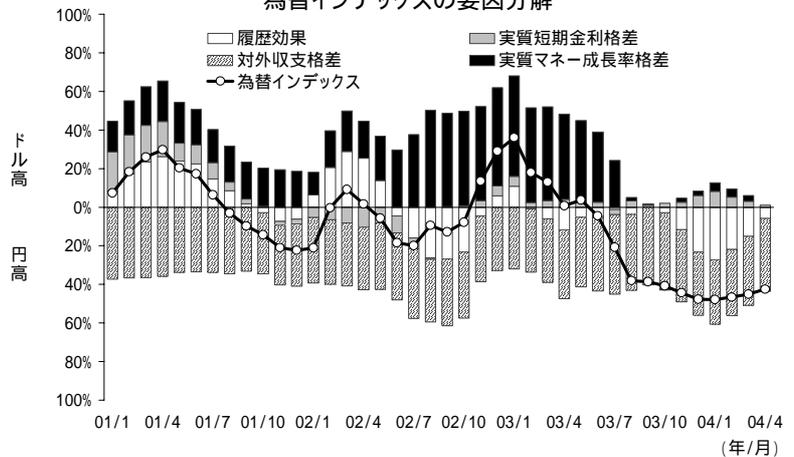
4月の為替インデックス(円ドル)は 42.5%と、引き続き円高圧力が強いことを示したものの、前月比で見ると3ヵ月連続で上昇している。変数別にポイントを挙げてみると、以下の通り:

- 1) 実質短期金利差: ほぼ中立の状態が続いている。ただし、今月も米PPIの伸び率が小幅上昇したのに伴い、米実質金利がやや低下した分、実質短期金利差が小幅縮小したため、前月比ベースでは1.9ポイントの円高寄与となった。
- 2) 対外収支格差: 引き続き大きな円高要因。米経常収支赤字がピークアウトを示しつつあるものの、国内経常収支黒字の拡大が続いていることから、前月比ベースでも1.1ポイントの小幅円高寄与であった。
- 3) 実質マネー成長率格差: ほぼ中立の状態。ただし、米国よりも国内マネーサプライ(M1)の伸び率が鈍化したため、前月比ベースで見ると3.6ポイントの円高寄与であった。
- 4) 履歴効果: 2月以降、円高の流れに一時的な歯止めがかかり、円高モーメントが一旦終息に向かったのを受け、前月比ベースで9.1ポイントのドル高寄与となった。

為替インデックス(過去1年分)

2003年4月	0.8%
2003年5月	3.7%
2003年6月	-4.5%
2003年7月	-20.8%
2003年8月	-38.0%
2003年9月	-38.6%
2003年10月	-40.8%
2003年11月	-44.4%
2003年12月	-47.7%
2004年1月	-47.9%
2004年2月	-46.7%
2004年3月	-45.0%
2004年4月	-42.5%

為替インデックスの要因分解



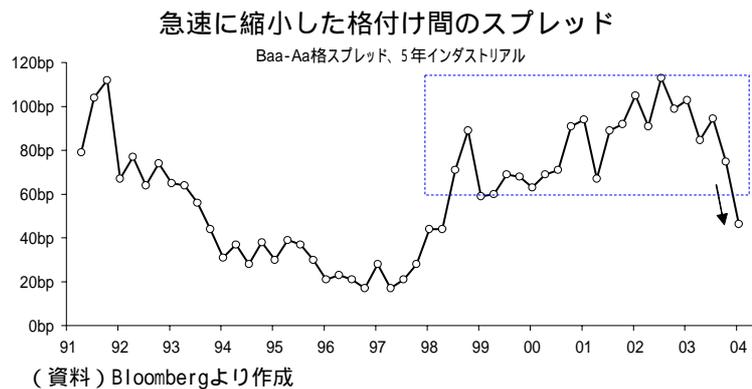
## <今週のトピックス：最近の米企業行動と社債スプレッド>

(担当：熊谷)

### LTCM危機以前の水準まで縮小した米国の社債スプレッド

米国債券市場では、昨年夏場以降、景気回復とインフレ期待に伴う利上げ観測の高まりから、多くの投資家が金利上昇に対する警戒姿勢を取り続けてきた。しかし、雇用環境改善の遅れと最終物価の安定を背景に、結局政策金利（FF金利誘導目標）は1年近く1.00%に据え置かれたままであり、予想外に堅調推移が続く債券市場に対し、市場参加者は当惑している。

米国債券市場の堅調ぶりは、国債だけにとどまらず、市場全般について言えることである。とりわけ、社債市場では、景気後退、テロ事件、会計不信などを背景に、2000年以降拡大した格付け間（Baa-Aa）のスプレッドが、90年代半ばの水準近くにまで急速に縮小している。1998年に起きたLTCM破綻をきっかけに金融機関がリスク許容度を大幅に引き下げたことで、流動性に対するリスクプレミアムが増大した分、スプレッドはこれまでなかなか縮小しなかった。金融機関は、現状でもリスク管理を厳格化させたままであり、流動性供与への姿勢に変化は見えない。にもかかわらず、社債スプレッドは、最近の縮小によって1998年以降のレンジを下抜けてしまった。



### 社債スプレッド大幅縮小の背景

なぜ、米国社債市場では、これほどまでスプレッドが縮小したのだろうか。その主な背景としては、以下4点が挙げられよう：

- 政策効果を主因に、景気回復と株高が続いていること（マクロ環境の改善）
- 資本分配率を引き上げるなど、米企業の収益力が強化されていること（ミクロ面の改善）
- バランスシート強化を続ける中、米企業は債務純増を抑制していること（需給の改善）
- 世界的な金融緩和を背景に、行き場を失った資金流入が起りやすいこと（過剰流動性）

2002年末、米国債券市場では、社債スプレッドがピークアウトの兆しを見せていた。こうした状況に対し、当レターでは『スプレッド自体がこれ以上広がる可能性こそ小さくなったものの、企業のバランスシート調整は今暫く続く』と考え、スプレッド改善の度合いについて、『信用力の格差によって銘柄ごとに跛行色の強い状態が続くだろう』と予想した（Weekly「エコノミストレター」2003. 1.10号『最近の米社債市場の環境』）。しかし、現実はこの見方と全く異なる結果となり、Baa/BBB格未満の非投資適格債（ジャンク債）を筆頭に、社債市場全体が活況を呈する展開となった。その

結果、昨年1年間で見れば、社債セクターが米国債券市場における断トツのベストパフォーマーとなった。

それでは、現在の社債スプレッド水準は、どのように評価できるのであろうか。先に挙げた4つの視点から改めて評価してみると、まず1点目に挙げた「マクロ環境の改善」については、市場環境に対するマインドの変化を見る上で有効なツールである「インプライド・ボラティリティー」が、かなり低い水準まで低下していることから判断する限り、参加者が市場環境改善を相当織り込んでしまったことが推測できる。したがって、マクロ環境の改善が、スプレッドに対し、マインド改善を通じて、これ以上プラス（縮小）要因として寄与するのは、難しいだろう。

一方、2点目に挙げた「ミクロ的側面」から見られるスプレッド縮小要因についてであるが、業績改善を背景に、設備投資に増加傾向が見られるとはいえ、多くの米企業はバランスシートの強化に取り組んでおり、資本分配率の引き上げによって確保した内部資金の範囲内で設備投資が実施されていることが見て取れる。したがって、外部からの資金調達を活発化させるまでには、暫く時間がかかるものと思われ、90年代末のように発行増に伴い需給面(3点

### 市場参加者の企業に対する不安心理は解消



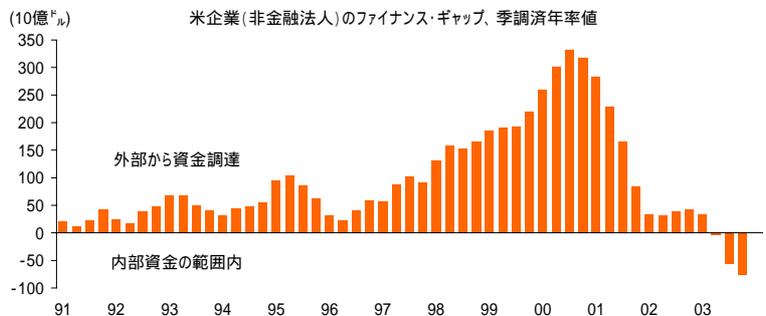
(資料) C B O E、Bloombergより作成

### 急速に回復する資本分配率



(資料) 米商務省より作成

### 自己資金の範囲内で実施される設備投資



(資料) F R B

### 慎重姿勢が続く負債の取り込み



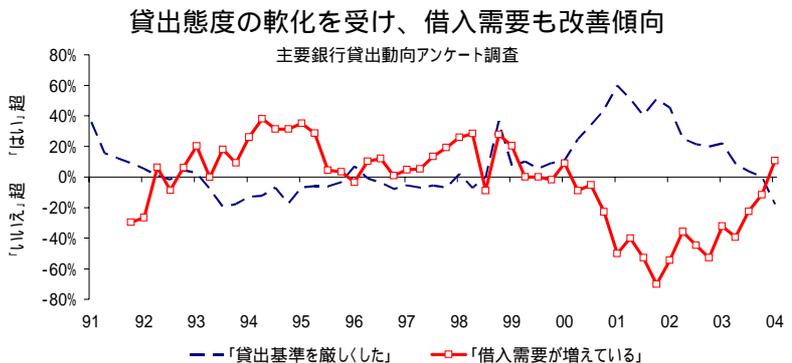
(資料) F R Bより作成

目)から社債スプレッド拡大につながるような環境となっていないことが示されている。これに、4点目に挙げた「政策当局による低金利政策の持続」が加わることで、社債市場への資金流入が維持される限り、今後とも需給面から社債スプレッドが安定的に推移すると考えることも可能だろう。

### ミクロ面の支援材料はあるものの投資価値は見出しにくい状況

年初以降の米雇用環境改善の遅れや、3月に起きたスペインでのテロ事件に伴う地政学的リスクの高まりを背景に、米国社債市場では年限の長い低格付け銘柄を中心に、スプレッドがじわり拡大している。これは、市場参加者による過度のリスク回避行動というよりもむしろ、米国金融市場がベストシナリオを価格に織り込みすぎた分の修正と捉えることができ、依然として縮小気味の水準で推移を続けていることに変化はない。

しかし、マクロ環境の改善がスプレッドに相当織り込まれた現状のもと、雇用回復の遅れが続く中で、米景気の回復度合いに陰りが見え始めれば、たとえミクロ面からの支援材料が維持されたとしても、社債スプレッドが拡大に転じる展開は、十分考えられよう。逆に、景気過熱に伴うインフレ期待の増大からFRBが利上げに動き始めることで、金融市場全体に供給された過剰流動性が落ちるような局面が到来した場合においても、スプレッドが拡大してしまう可能性はあるだろう。さらに、FRBのアンケート調査によれば、今年に入り金融機関の貸出態度が軟化したのを背景に、借入需要は高まりつつあることが示されており、企業による負債取り込みの姿勢にも変化の兆しが見えつつある点も、社債市場における今後の需給環境を占う上で注目される。



このように、たとえミクロ的な側面(企業の収益力強化)がこれからも社債スプレッド縮小に対する支援材料になったとしても、社債市場が「ベストシナリオ」をスプレッドに相当織り込んでしまった分、これ以上の縮小を見込むのは困難であると思われ、「スプレッド自体に含まれる投資価値は、あまり残されていない」と見るのが、順当な考え方であろう。