

Weekly  
エコノミスト・  
レター

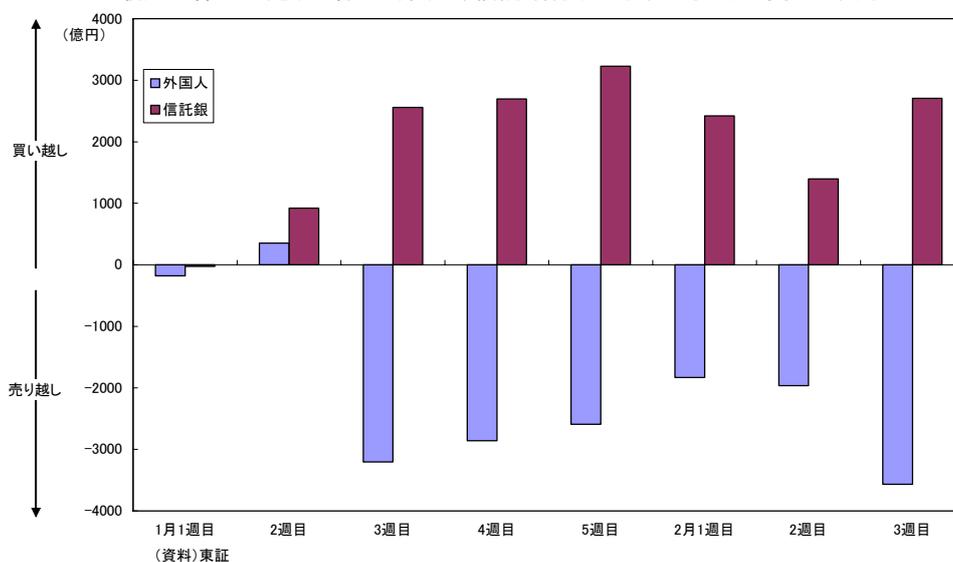
## 金融政策・市場の動き(3月)

～何でもありの株価対策期待だけが相場の支え、リスク回避のドル高

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

1. 世界各国とも金融不安の拡大と景気悪化の長期化に対する警戒感が解けず、株価の底入れは見えない。日本の何でもありの年度末対策期待は、年度を過ぎれば当然「息切れ」が予想される。実体経済が真っ暗な中で株価が反転するかは政策のサプライズなどに頼らざるをえない。
2. (日銀金融政策) 3月16・17日の決定会合の政策変更の是非は株価次第。このままの状況ならば「なにもなし」。日経平均株価7000円割れ・またはそのリスクが高ければ、企業金融支援策拡大、国債買い入れ増額、利下げなどが検討されるだろう。
3. (長期金利) 各国巨額財政支出で国債の格下げ懸念が出ているが、金融システム不安再燃、景気低迷長期化、デフレ懸念の台頭などが債券需給を支える。国内長期金利の低位安定基調に変化なし。
4. (為替) 2月はリスク回避のドル買いの流れに、日本の10-12月GDP悪化や政局不安が円安を加速させた。しばらくドル高の流れが続きそうだ。ただ米国の経済・金融問題が早期で解決することは期待できないため、夏場に向けドル高修正が生じると見る。

最大の株式の売り主体は外国人、信託銀行(公的年金など)が買いに回る



# 1. 何でもありの株価対策期待だけが相場の支え、リスク回避のドル高

## (株価：何でもありの株価対策だけが相場の支え)

3月に入り、米ダウがあっさり7000ドルを割り込み、足元では12年ぶりの6500ドル台になっている。世界各国とも金融不安の拡大と景気悪化の長期化に対する警戒感が解けず、株価の底入れは見えない。

日本の株式市場は、リスク回避から海外投資家の売り圧力に加え、国内勢の買い手不在という状況に苦しんでいる。外部要因、需給要因などからすれば日経平均株価は7000円を割り込んでしまってもまったく不思議なしだ。株価がしぶとく踏ん張っているのは、公的年金による買いや政府の何でもありの株価対策発動への期待、それとなんといっても円安に振れている心理的な影響が大きい。

年度末を乗り切ったとしてもその後は株価下落要因のオンパレードの状況に変わりはない。

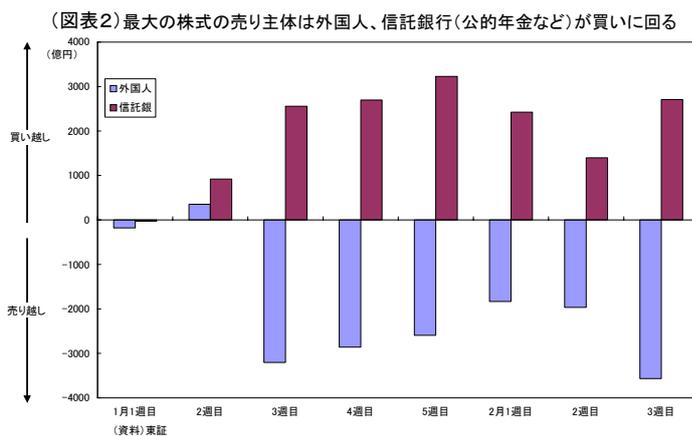
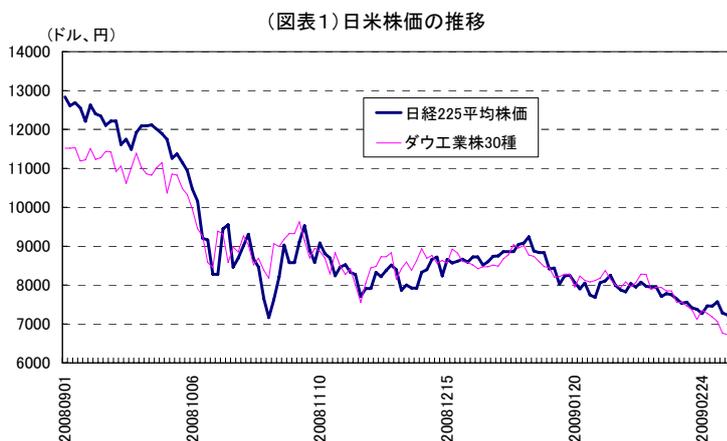
何でもありの年度末対策期待は、年度を過ぎれば当然「息切れ」が予想される。市場の期待もいつまでも続かない。さらに4月1日の日銀短観、1-3月のGDP、4月中旬以降の決算など悪いことは予想されてはいるが、「実

際」にその悪さが数字となって現れてくる。さらに金融機関の見方も変わる可能性がある。日本の金融機関は証券化商品に対する損失は海外に比べて限定的だが、景気後退に伴う与信リスクの増大が急激で、海外の金融システム問題が国内に波及してくる姿がでてきそうだ。

## (3-6月短期的な株の反転のシナリオ：政局は大きなサプライズとなる可能性あり)

新年度入り後も株価軟調が予想されるが、市場のマインドを幾つか好転させそうなこともある。①バットバンク構想が具体的に動き出す、②中国内需が底堅いという見方が広がる、③日本の減産縮小の動きが春先以降確認される、④政治のサプライズなどだ。

政治については長期にわたるねじれ国会で市場の政治への関心はどん底まで落ちている。政局リスクは為替の円安材料として動いているが、株価はもはや無反応といった状況にすら見える。選挙を通じて、再編などの動きで、日本の復活を期待できる政権、リーダーが誕生することになれば、かなり大きなインパクトとなる。



実体経済は今後各国とも雇用失業問題が悪化することから、回復の実感はなかなか生じないが、3-6月にかけて真っ暗な経済状況の中で、上記のような動きが確認できれば、短期的な株価反転の蓋然性が高まる可能性もあると見ている。

### （リスク回避のドル選好に日本の政局不安が拍車をかける）

為替市場でもリスク回避の動きが顕著だ。新興国に問題が飛び火していることで新興国通貨の売りがはっきりしている。一進一退が続く G10 通貨の中でもリスク回避の流れからドルが底堅い動きを示している。ドル円でも 2 月以降円安・ドル高が進んでいる。米国経済・金融面での悪さは目立つものの、それまで G10 の中でも景気・金融面で比較的しっかりしていると見られていた日本が 10-12 月 GDP の悪化をきっかけにいままで買い進まれていた反動もあり円が売りの対象となっている。この流れに日本の政局不安が拍車をかけるという構図だ。

しばらくドルの底堅い動きが続くそう。ただし、米国の経済・金融問題が早期で解決することは期待できないだけに、ドル高がいままのペースでこれからも進展する可能性も低い。さらに各国巨額財政赤字の中で、今年には米国に対して市場の厳しい目が入るリスクは忘れてはならない。新年度以降も引き続きドル高進展よりは、ドル安・円高リスクを見ておく必要があるだろう。

## 2. 日銀ウォッチ：3月決定会合、政策変更の是非は株価次第

### （株式買取実績ゼロ、初めての社債オペは民間金融機関とすれ違い）

今月に入り日銀の株式買取実績が公表（3日）され2月23日に再開した銀行保有株買い取りについて、同28日時点では購入実績はなしだった。

また4日、社債の買い切りを初めて実施したが、1500億円の購入枠に対して応札は449億円にとどまった。民間金融機関のニーズとのすれ違いが起きている。社債の対象は、格付けが高く償還までの期間が1年以内などと条件が厳しいため、低格付け社債を売りたい金融機関側とのすれ違いが生じている。いまのところ市場環境の好転にはつながりそうもなく、買取範囲の拡大を求める声が強まりそう。

### （日経平均が7000円を割り込めば、3月決定会合では「強いメッセージ」が必要に）

4日須田審議委員が講演を行い「量的緩和政策について「現時点で必要だとは全然思っていない」と採用に消極的な考えを示した。ただ「先行きは経済状況次第なので何とも言えない」とも述べている。

3月16・17日の決定会合は株価の状況次第だと見る。このままの状況ならば「なにもし」なるだろうが、7000円割れ・そのリスクが高ければ「強いメッセージ」を示す必要性がでてくる。

ここ数回の路線である企業金融支援策でさらに拡大策を打ち出すのか（ただしこれはうまく機能していないだけに）、国債買い入れ増額やストレートに利下げといったカードも検討されるだろう。

### 3. 金融市場（2月）の動き： 急激な円安が進行

#### （10年金利）

#### 2月の動き

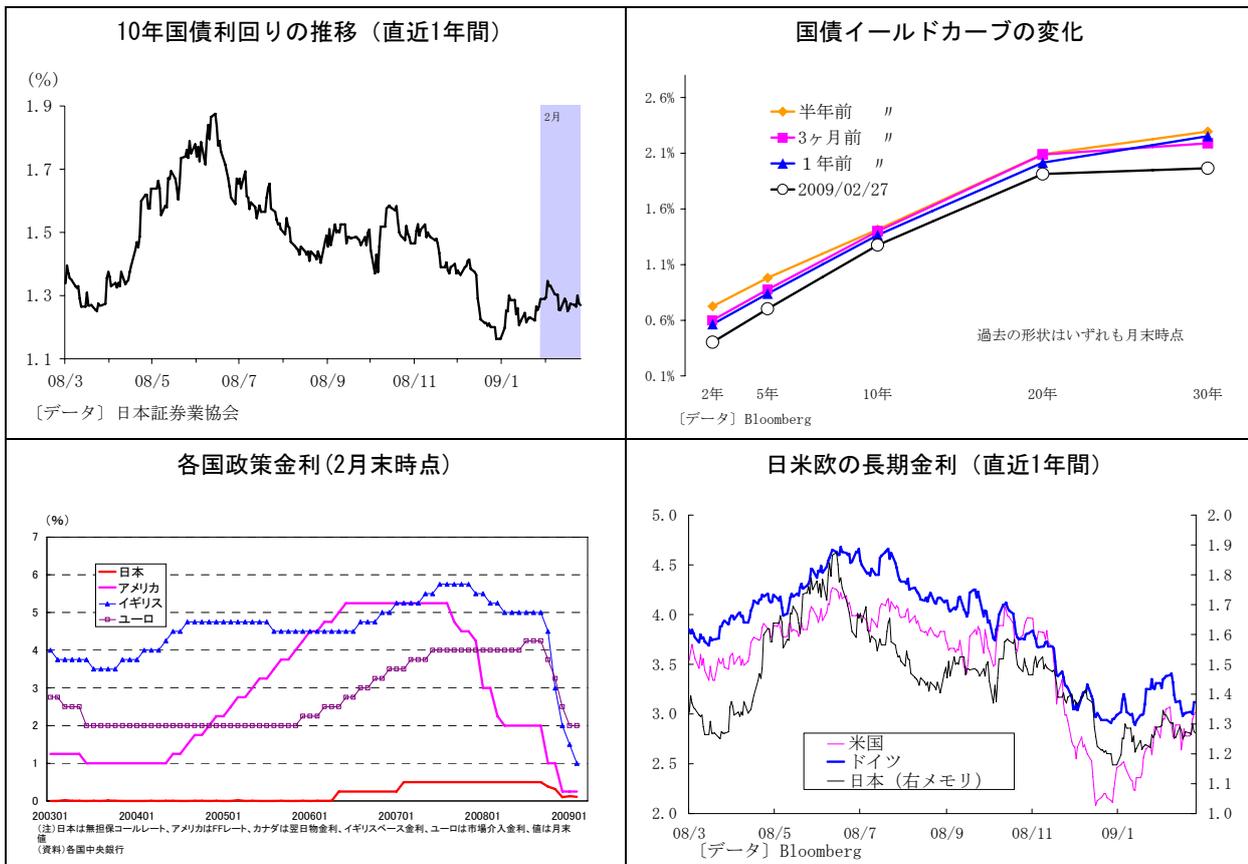
10年国債利回りは、月初1.2%台後半からスタート、月末も1.2%台後半に。

月初1.2%台後半でスタートしたが、各国の国債格下げの動きに嫌気し、1.3%前半となる。10日に発表された米金融安定化策に失望し米国長期金利が低下すると、日本でも再び1.2%台半ばまで低下した。16日の10-12月期GDPが大幅悪化となり大型09年度補正予算編成が現実味を帯び国債需給悪化懸念から1.3%近辺まで一旦上昇する。その後米国で金融不安が再び高まると株安、米国長期金利低下を受け、1.2%台半ばまで低下する。19日の日銀政策決定会合は材料視されず。その後、円安、政府の追加株価対策への観測から株が持ち直したことで26日には1.3%台まで上昇した。しかし月末には鉱工業生産など国内統計の不振を受け1.2%後半に低下した（図表3）。

#### 当面の予想

各国巨額財政支出で国債の格下げ懸念が出ているが、金融システム不安再燃、景気低迷長期化、デフレ懸念の台頭などが債券需給を支える。国内長期金利の低位安定基調に変化なし。

図表3 金利関係図表



## (円ドルレート)

### 2月の動き

円ドルレートは、月初め 89 円台後半からスタートし、月末 97 円台後半に。

月初 89 円台後半でスター、6 日の米雇用統計が大幅悪化を示し、米景気法案が早期に成立するとの見方が強まり、91 円台半ばまでドル高が進む。10 日に発表された米金融安定化策に市場が失望し 90 円台前半となる。その後 90 円台後半でもみ合いが続き、14 日の G7 は為替に対する言及がなく材料にはならず。16 日の日本の 10-12 月期 GDP が大幅悪化となり円売りが進み 91 円台半ばに。その後、米国でビックスリーの再建計画で一旦破綻はさけられそうになったこと、オバマ政権が住宅市場への対策を発表したことで 20 日には 94 円台、さらに米国では銀行に追加資本注入を行う方針が示され、25 日の日本の貿易統計で過去最大の赤字となったことで 26 日には 98 円台に。月末は若干戻し 97 円台後半となった。(図表 4)。

### 当面の予想

2月に日本の 10-12 月 GDP 悪化や政局不安から円安が加速した。今しばらくドル高の流れが続くそう。ただ米国の経済・金融問題が早期で解決することは期待できず、ドル高修正が生じると見る。

## (ドルユーロレート)

### 2月の動き

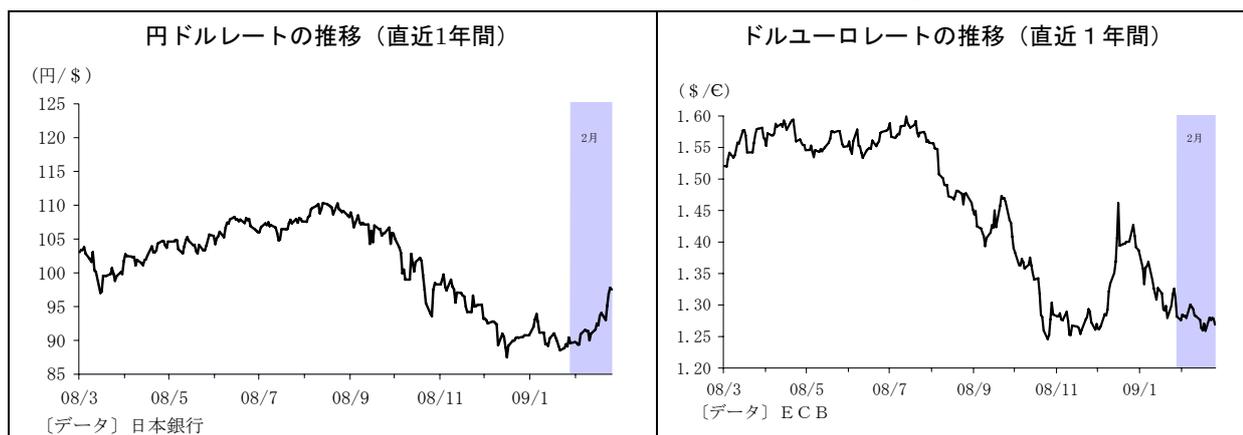
ドルユーロレートは、月初め 1.27 台半ばスタート、一旦 1.30 台となるが月末は 1.27 近辺に。

月初から先月のユーロ安の反動から 1.30 程度までのユーロ買戻しの動きがあったが、ECB の利下げの可能性が高まる中、経済統計の悪化が顕著になっており、ユーロ安の動きが再び強まる。その後欧州金融機関への格下げの報道などからユーロ安が続き 20 日には 1.25 台へ。その後月末にかけては 1.27 程度までユーロが反発した (図表 4)。

### 当面の予想

米・ユーロとも経済、金融システムなど悪いが、ユーロが米国よりも遅れて金融システム問題が足元勃発してきているだけにユーロ売りが優勢となるだろう。金融機関の決算の厳しさ、景気悪化を示す統計発表に市場が反応しユーロ軟調の地合いが続きそう。

図表4 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

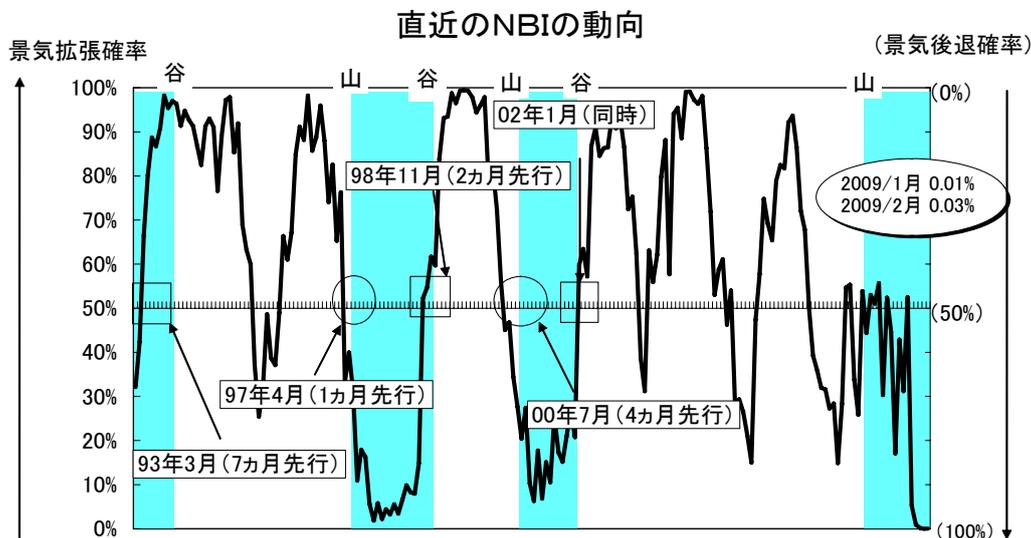


金利・為替予測表 (2009年3月5日現在)

		2008年	2009年			
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.30	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1
	10年金利 (平均)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
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)	3.2	2.8	3.0	3.1	3.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	2.5	1.5	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (平均)	3.5	3.1	3.2	3.4	3.4
円ドル	(平均)	96	95	90	85	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.32	1.27	1.25	1.25	1.25
円・ユーロ	(平均)	127	121	113	106	113

## <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1月: 0.01%、2月 (予測値): 0.03%



(注)①「○印」は景気後退期入り、「□印」は景気拡張期入りのサイン点灯を示す。( )内の先行期間は景気の山・谷までの期間。(年/月)  
 ②網かけ(シャドー)部分は景気後退期、白い部分は景気拡張期。  
 ③2009年1月までは実績値に基づく計測、2009年2月は一部予測に基づく予測値。

	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
08/1	51.0%	566,627	▲0.0%	18.3%
08/2	55.7%	570,835	0.7%	15.5%
08/3	30.3%	565,024	▲1.0%	29.8%
08/4	52.4%	564,117	▲0.2%	29.7%
08/5	44.6%	564,025	▲0.0%	27.8%
08/6	17.1%	558,749	▲0.9%	18.7%
08/7	42.9%	561,845	0.6%	23.0%
08/8	31.2%	556,474	▲1.0%	18.0%
08/9	52.5%	558,893	0.4%	32.8%
08/10	5.3%	559,100	0.0%	42.8%
08/11	0.9%	537,489	▲3.9%	47.1%
08/12	0.1%	524,586	▲2.4%	43.8%
09/1	0.01%	506,827	▲3.4%	13.4%
09/2 (予測値)	0.03%			-46.3%
09/3				-49.9%

**(注) 基礎研インデックスの見方**

- ①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。
- ②月次GDP : GDPを月次化したもの。直近の数値はweeklyエコノミストレター2009-2-27を参照。
- ③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。