

Weekly エコノミスト・ レター

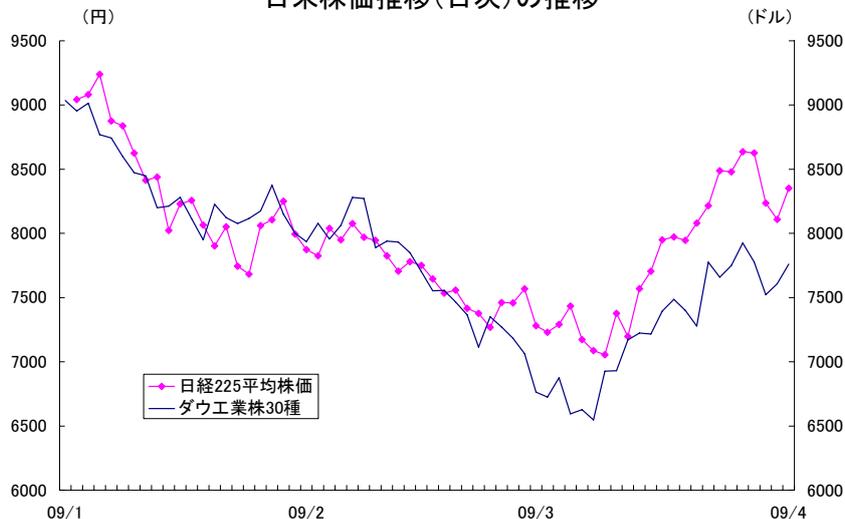
金融政策・市場の動き(4月)

～ 株式市場は4-6月に業績相場に突入できるか

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

1. 世界的に金融株を中心に株価全体が戻り始めており、3月危機はどこにあったのかといわんばかりの株価上昇となっている(表紙図表)。強気相場の開始なのか、それとも一時的な楽観論の強まりなのか。4-6月期間は1-3月の最悪の経済統計の発表、企業決算、GM、ストレステストの結果などたくさんのイベントをこなしながら、悪材料出尽くしとなるのか、最悪の経済動向という現実には再び引き戻されるのか、重要な局面となる。
2. (日銀金融政策) 3月短観を受け4月30日の展望レポートは09年度成長率などが大きく下方修正されるだろう。ただし回復シナリオは維持されると読む。金融政策が今後も危機対応で動く点は変わらない。
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、景気後退、デフレ懸念を追い風に、新年度入り後も消去法的に長期国債への資金流入は継続。国内長期金利の低位安定基調に変化なし。
4. (為替) ドル高・円安の流れは一服し、方向感がつかみにくい展開が続く。米国での金融不安や景気悪化に対して不安はぬぐえず、今後もドル高、ドル安の一方方向のトレンドは出にくい状況が続く。

日米株価推移(日次)の推移



1. 株式市場は4-6月に業績相場に突入か。米大手銀行の決算、ストレステストの衝撃

最近、市場はだいぶいいニュースに反応するようになってきている。

世界的に金融株を中心に株価全体が戻り始めており、3月危機はどこにあったのかといわんばかりの株価上昇となっている（表紙図表）。強気相場の開始なのか、それとも一時的な楽観論の強まりなのか。4-6月期間は1-3月の最悪の経済統計の発表、企業決算、GM、ストレステストの結果などたくさんのイベントをこなしながら、悪材料出尽くしとなるのか、最悪の経済動向という現実には再び引き戻されるのか、重要な局面となる。いままでのように一方方向ですべての物事が「悪い」という状況ではないだけに、白黒をつけるのに時間と材料をこなすことになる。

筆者自身は材料をこなす中で弱気が強まる、つまり今後株価は調整すると見ている。

（国内ではやはり、下期の業績回復シナリオと蓋然性が問題）

新年度に入り、株式市場の関心は、今年度の企業業績に集まる。4月1日の3月調査日銀短観で09年度の業績見通しが示された。経常利益は全規模・全産業で前年度比▲9.0%と慎重な見方となっている（図表1）。

ただし、上下期では上期はズタズタだが、下期に回復するという見込みになっている。売上計画を見ると輸出が前年比でプラスに持ち直し、国内販売も横ばいになってくるとの予想（期待）があるようだ。

（図表1） 経常利益計画

		2008年度 (計画)		2009年度 (計画)		
			修正率		上期 (計画)	下期 (計画)
大企業	製造業	-62.7	-50.8	-19.7	-47.0	利益
	素材業種	-40.4	-32.8	-13.8	-38.8	83.7
	加工業種	-75.8	-64.5	-28.2	-52.6	欠損
	非製造業	-23.2	-7.9	-6.4	-19.6	12.8
	全産業	-43.7	-29.1	-11.0	-33.5	73.3
中堅企業	製造業	-50.5	-42.3	-25.1	-71.5	5.3倍
	非製造業	-28.6	-16.6	-0.1	-24.5	28.4
	全産業	-36.7	-26.1	-7.4	-43.7	58.8
中小企業	製造業	-49.8	-38.6	-33.6	-78.0	3.7倍
	非製造業	-29.6	-15.7	6.1	-11.7	22.3
	全産業	-35.4	-22.2	-2.8	-34.4	38.4
全規模	製造業	-60.0	-48.4	-22.2	-53.0	利益
	非製造業	-25.5	-11.0	-2.9	-19.0	17.7
	全産業	-41.4	-27.5	-9.0	-35.0	60.5

（注）修正率は、前回調査との対比。

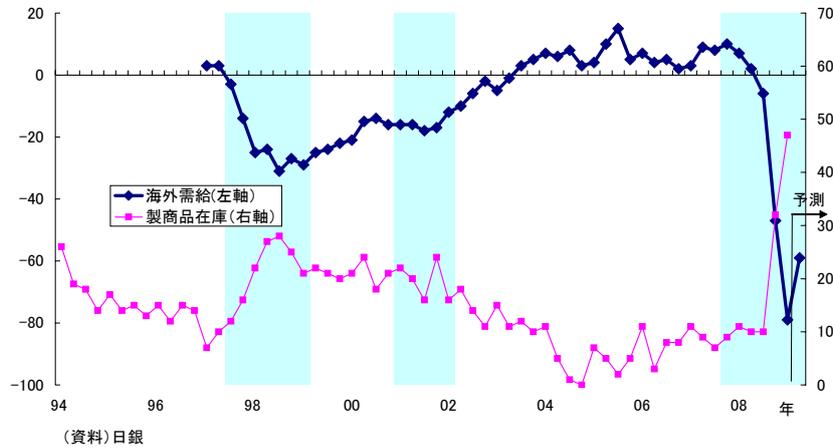
4月後半に本格化する企業決算では、09年度下期見込みについて、企業からどの程度の蓋然性のある内容が出てくるのかで評価が異なってきた。

その下期回復のシナリオを確かめる上で、4-6月以降の生産がどうなるかひとつのポイントだ。

トヨタなどは5月にも減産のスピードを緩めるとコメントしている。足元まででた2月分生産や3月調査短観でも、先行きの需給改善見込みが読み取れる（図表2）。

ただ、これも最終的には最終需要次第。生産などがV字回復するという状況は考えにくい「下げ止まる」ということが確認できれば、下期収益回復の期待は高まり市場にとっては相当強い「プラス材料」となるだろう。

(図表2) 自動車(大企業)の海外需給判断と在庫水準判断の推移(日銀短観)



(海外：米大手銀行の決算、ストレステスト)

年度末に向けて株価が堅調になった大きな材料はシティグループのパンディット CEO の「09年1月と2月は黒字」とのニュース(3/9日)。その後JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカも同様に1月と2月が黒字であると発表した。

ただもう一方でプリンストン大学・クルーグマン教授、ニューヨーク大学・ルービニ教授などは、いくつかの大手行は国営化が必要としている。どちらの見方に今後なっていくのか。

こちらも4月後半に決算が出てくるが1-3月で、証券化商品の損を計上した上でも黒字になるのか(時価会計基準の緩和も影響してくる)注目だろう。

また同じ時期(4月末)にストレステストの結果もでてくる。確かに資産査定により、不良債権、資本不足額のオーダーはコンセンサスができ不透明感は払拭され得る。しかしそれと同時に用意されている公的資金の規模が十分ではないことも明らかとなり、市場の疑心暗鬼を増幅すると見る。

米政府の不良資産救済プログラム(TARP)を監督する政府監督院(GAO)は3月31日、7000億ドルのうちすでに1096億ドルしか残っていないことを明らかにしている。GMなどにも追加利用が決まっており、ストレステストで資本注入を行うには資金が不足する。しかしAIGのボーナス問題などで、議会が追加的な公的資金を簡単に認めるわけではなく、かなりすったもんだありそうだ。

もうひとつ注目なのがバッドバンクがワークするかだ。いくつかの問題点が識者から指摘されているが、これらの多くは実際に運営が行われる中で変更や改善される可能性がある。米国内の不良債権処理の問題だけでなく、これから深刻化しそうな欧州の解決策のスキームの前例としても注目だ。

2. 日銀ウォッチ：4月展望レポートはさらに下方修正

(展望レポートの予測修正は下方修正)

3月調査短観は大企業製造業・業況判断D Iが▲58と1975年5月調査の▲57を抜いて過去最悪、悪化幅も34ポイントとこちらも過去最大の落ち込みとなった。収益、設備、雇用といった事業計画が大きく腰折れするなど、現在の景気後退が水準、悪化スピードとも「戦後最悪」であることを裏付ける内容となった。

日銀は4月30日に展望レポートを公表する。その中で09年度の実質GDP見通しを下方修正するだろう(図表3)。今年1月に実施した展望レポートの中間評価では▲2.0%としていたが大幅なマイナス成長は避けられない。民間調査機関の見通しは▲4%台が多く、この水準近くの数字となりそうだ。

ただし、短観で先行きについて①大企業製造業、非製造業の業況判断が改善、②自動車の業況判断が改善、③国内外とも需給判断が改善：売上計画などでも09年度下期の底打ちを見込む、など足元の真っ暗な状況から少し明るい「芽」が見られたことで、先行きについては、「2009年度後半以降、回復」との(時期は後ずれの可能性はあるが)回復シナリオは維持されると読む。

日銀はこれまで実施したCP、社債、銀行保有株、劣後債務の引き受けなど、完全に財政政策の領域に踏み込んだ政策の効果を見極めるスタンスだろう。その基本スタンスの中、何かが起こったときは動くという危機対応モードに変化はない。その場合、企業金融支援策、国債買い入れ増額といったものと同時に、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。

(図表3) 日銀の中間評価(2009年1月)

▽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)
2008年度	-2.0~-1.7 <-1.8>	+3.0~+3.2 <+3.1>	+1.1~+1.2 <+1.2>
10月時点の見通し	+0.1~+0.2 <+0.1>	+4.3~+4.8 <+4.6>	+1.5~+1.6 <+1.6>
2009年度	-2.5~-1.9 <-2.0>	-7.0~-6.0 <-6.4>	-1.2~-0.9 <-1.1>
10月時点の見通し	+0.3~+0.7 <+0.6>	-1.4~-0.4 <-0.8>	-0.2~+0.2 <0.0>
2010年度	+1.3~+1.8 <+1.5>	-1.5~-0.8 <-0.9>	-0.6~0.0 <-0.4>
10月時点の見通し	+1.5~+1.9 <+1.7>	-0.3~+0.5 <+0.3>	+0.1~+0.5 <+0.3>

(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

(注3) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2008年度	-2.0~-1.6	+2.8~+3.2	+1.0~+1.2
10月時点の見通し	-0.4~+0.3	+4.0~+4.8	+1.5~+1.7
2009年度	-2.8~-1.8	-7.0~-5.0	-1.3~-0.8
10月時点の見通し	+0.3~+0.8	-1.5~-0.2	-0.3~+0.3
2010年度	+1.2~+2.0	-1.8~-0.5	-0.7~0.0
10月時点の見通し	+1.3~+2.0	-0.3~+0.6	-0.1~+0.5

(資料) 日本銀行

3. 金融市場（3月）の動き： 前月の急激なドル高が一服

（10年金利）

3月の動き

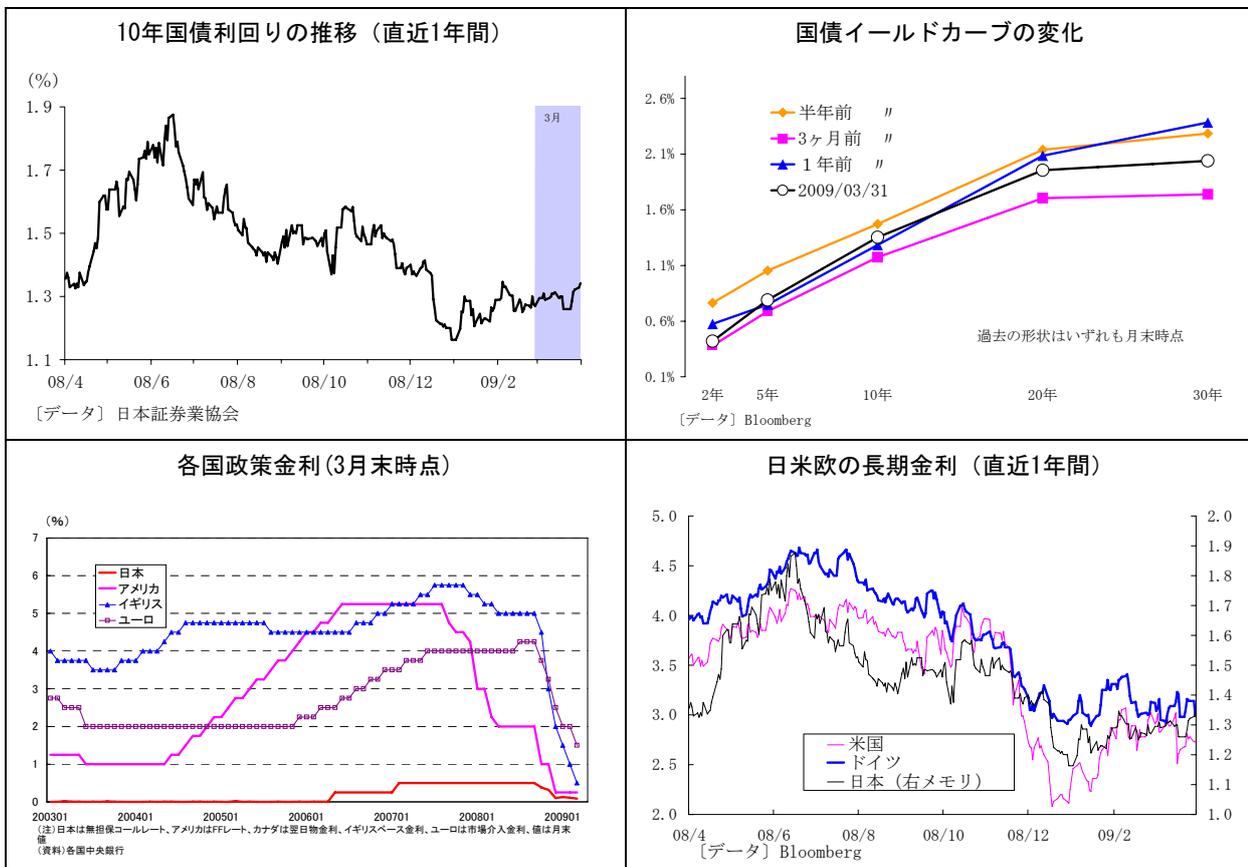
10年国債利回りは、月初1.2%台後半からスタート、月末1.3%台半ばに。

月初米シェィ、AIGを材料に金融不安が強まるが株価が大きく下落しなかったことから1.2%台後半から1.3%前半での推移が続いた。11日に米国で株価が大きく上昇したことを受け金利が上昇する場面もあったが、総じてみれば1.3%近辺での推移が続く。17, 18日の日銀決定会合で国債買い入れ増額などの追加策が打ち出されるとの思惑から16, 17日と金利は低下した。予想通り日銀の追加策が出され、18日のFOMCで長期国債購入が発表されると19日には1.26%台まで低下した。その後米国でバッドバンク構想（23日）の詳細が発表されると金融不安が後退し、株価上昇に伴い長期金利も上昇し月末には1.3%台半ばとなる（図表4）。

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、景気後退、デフレ懸念を追い風に、新年度入り後も消去法的に長期国債への資金流入は継続。国内長期金利の低位安定基調に変化なし。

図表4 金利関係図表



(円ドルレート)

3月の動き

円ドルレートは、月初め 97 円台半ばからスタートし、月末 98 円台前半に。

月初 97 円台半ばでスタート、AIG が過去最悪の赤字決算を示したことで金融不安が高まりドル買いが進み 99 円台に。その後は中国の追加景気対策への期待などから若干戻し 98 円台に。6 日の米雇用統計が悪化したことで一旦円高となったが、日本の経常収支が 13 年ぶりの赤字となり 98 円台後半となった。その後米株価が上昇に転じると 12 日には一時 95 円台となる。その後一旦円安の動きとなり 98 円台となるが、18 日の FOMC で長期国債の購入が決定されると 19 日には 95 円台に。米国でバッドバンク構想 (23 日) の詳細が発表されるなど米国金融システムへの不安が和らぐとの見方からドルが買われ月末には 98 円台前半となった (図表 5)。

当面の予想

ドル高・円安の流れは一服し、方向感がつかみにくい展開が続く。米国での金融不安や景気悪化に対して不安はぬぐえず、今後もドル高、ドル安の一方方向のトレンドはでにくい状況が続く。

(ドルユーロレート)

3月の動き

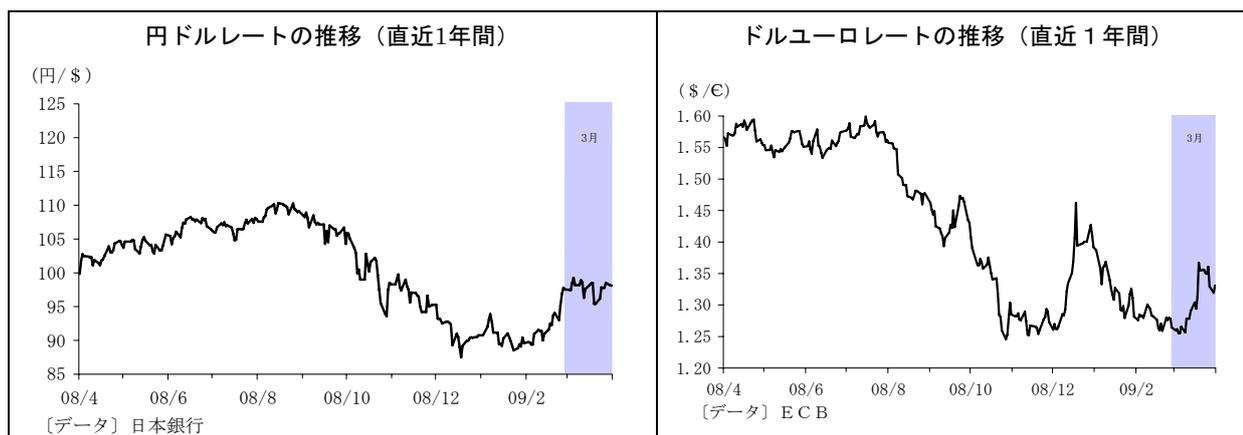
ドルユーロレートは、月初め 1.26 台前半スタート、月末は 1.33 台前半に。

月初からユーロ軟調な動きが続く。中東欧諸国への不安や 5 日トリシェ ECB 総裁が利下げ後の会見で今後の利下げを否定しなかったことでユーロへの弱気の見方が続き 9 日には 1.25 台へ。スイスのゼロ金利導入・介入実施 (12 日) の発表を受けユーロ買いへ。その後 18 日の FOMC で長期国債の購入が決定されるとさらにユーロ高が進み 19 日には 1.36 台となる。その後米国でバッドバンク構想 (23 日) の詳細が発表されるなど米国金融システムへの不安が和らぐとの見方、ドイツ景況感指数が 26 年ぶりの低水準となるなどから、1.35 程度にユーロが売られる (図表 5)。

当面の予想

足元ではユーロに強い材料がない中で、ユーロ高が進んでいる。今後もこのユーロ高トレンドが続くことには疑問を感じる。ユーロの金融悪化の根の深さ、中東欧の問題などからユーロ売りが優勢となるだろう。そろそろユーロ安への反転の時期と読む。

図表5 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

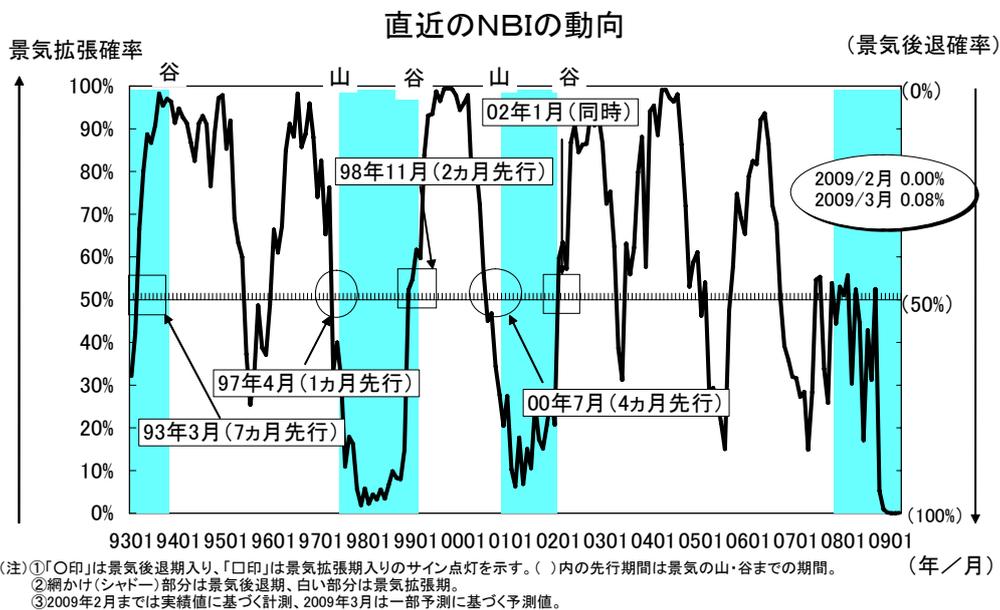


金利・為替予測表 (2009年4月3日現在)

	2009年				2010年	
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	
	実績	予測				
日本	コールレート (期末)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
	10年金利 (平均)	1.3	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)	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (平均)	3.1	3.1	3.2	3.3	3.3
円ドル	(平均)	94	93	90	90	95
ユーロ・ドル	(平均)	1.30	1.28	1.25	1.25	1.25
円・ユーロ	(平均)	122	119	113	113	119

<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 (NB I) ~09年2月: 0.00%、3月 (予測値): 0.08%



	ニッセイ景気動向判断指数 (NB I)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
08/2	55.7%	571,416	0.7%	14.5%
08/3	30.3%	565,697	▲1.0%	29.1%
08/4	52.4%	563,389	▲0.4%	29.2%
08/5	44.6%	563,329	▲0.0%	28.3%
08/6	17.1%	558,080	▲0.9%	18.9%
08/7	42.9%	562,402	0.8%	24.5%
08/8	31.2%	557,031	▲1.0%	18.3%
08/9	52.5%	559,446	0.4%	33.5%
08/10	5.3%	561,283	0.3%	42.4%
08/11	0.9%	539,101	▲4.0%	47.0%
08/12	0.1%	525,152	▲2.6%	43.4%
09/1	0.01%	521,335	▲0.7%	11.0%
09/2	0.00%	520,817	▲0.1%	-47.4%
09/3	(予測値) 0.08%			-49.9%
09/4				-50.0%

(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 (NB I) : 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。