

Weekly
エコノミスト・
レター

金融政策・市場の動き(6月)

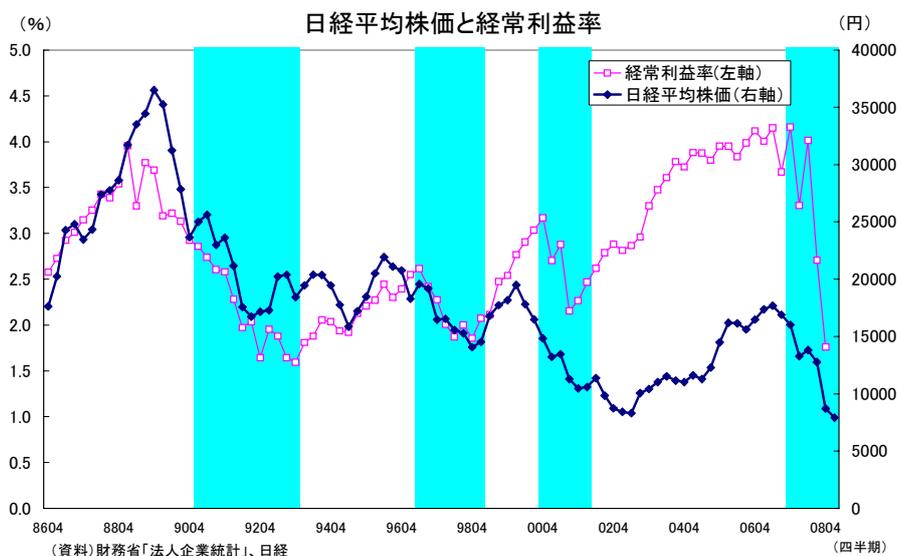
～日本企業の稼ぐ力:回復局面でどう戦略を変えるのか

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

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

1. 日経平均株価は短期的には過熱感がでてきている。この過熱感を乗り越えて株価がもう一段上昇するには、「利益」が実際にでてくるのかがポイントとなる。危機前の企業の稼ぎ方を続けることが難しくなっている中、新たな戦略が確立できるのか注目だ。
2. (日銀金融政策) 日銀は景気の現状判断をゼロ金利政策を解除した2006年7月以来、2年10カ月ぶりに上方修正した。ただし、短期的には景気は上向くが、世界的な構造調整圧力は引き続き強く、先行きについては慎重な見方に変更はない。
3. (長期金利) 長期金利は国債増発など需給面への懸念から、水準が若干上がったが、夏場にかけてデフレの進行、構造調整圧力の強さに市場の関心がシフトし、長期金利が再び水準を下げ、低位安定基調に戻ると読む。
4. (為替) 90円台前半から100円という範囲で方向感が出にくい展開が続いている。ドルの不均衡問題が円高圧力を生じさせる一方で、過度の景気・金融の悲観論後退で米株堅調・ドル買いの動きが円安の動きを作っている。今後は先行きの米国経済の楽観論が修正される可能性が高くボックス圏の中での円高推移を予想する。

株価上昇継続には、当たり前だが利益を稼ぎ続けないと



1. 日本企業の稼ぐ力：回復局面でどう戦略を変えるのか

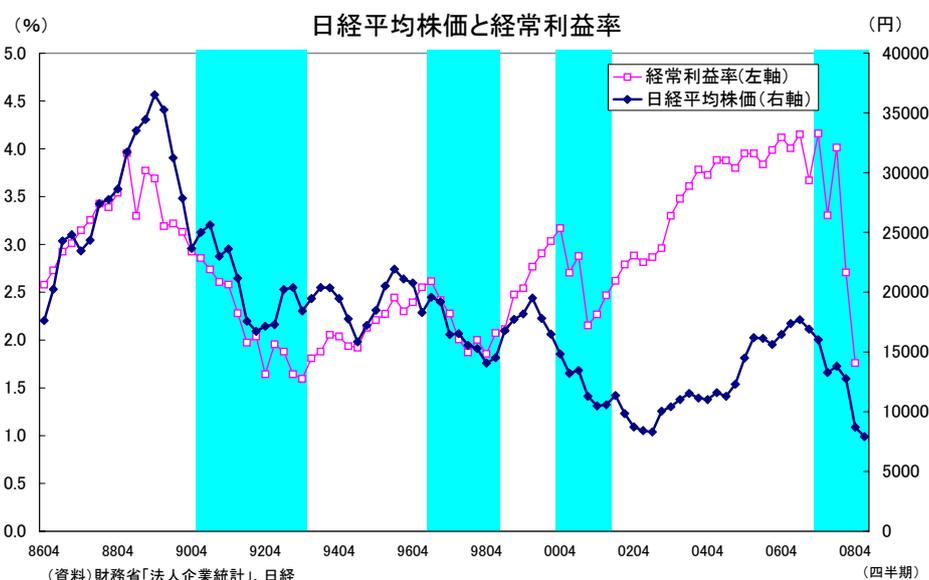
(短期の景気回復で株価は当面の上値を追う、長期上昇には、「利益を稼ぐ構造」ができるか)

世界的な構造調整圧力が強い中で、短期的な回復を日本は迎えようとしている。与謝野大臣は1-3月が景気の底との認識を示している。ただし、株価上昇は「期待先行」の面が強く、短期的には過熱感がでてきている。

この過熱感を乗り越えて株価がもう一段上昇するには、「利益」が実際にでてくるのかがポイントとなる。過去の株価と経常利益率を見ると、当たり前の現象ではあるが利益上昇に伴って株価の水準も上がっている。

4-6月の決算ではいくつかの企業が業績の上方修正をしてくる可能性もありそうだが、ここで問題なのは、昨年からの急激な悪化が止まったことで一時的に売上・利益が増加したに過ぎないのか、それともその先に対しても期待が持てる利益構造になってきたのかどうかだろう。

危機前の企業の稼ぎ方を続けることが難しくなっている中、新たな戦略が確立できるのか注目だ。



(国内企業は低価格の仕組みができるか)

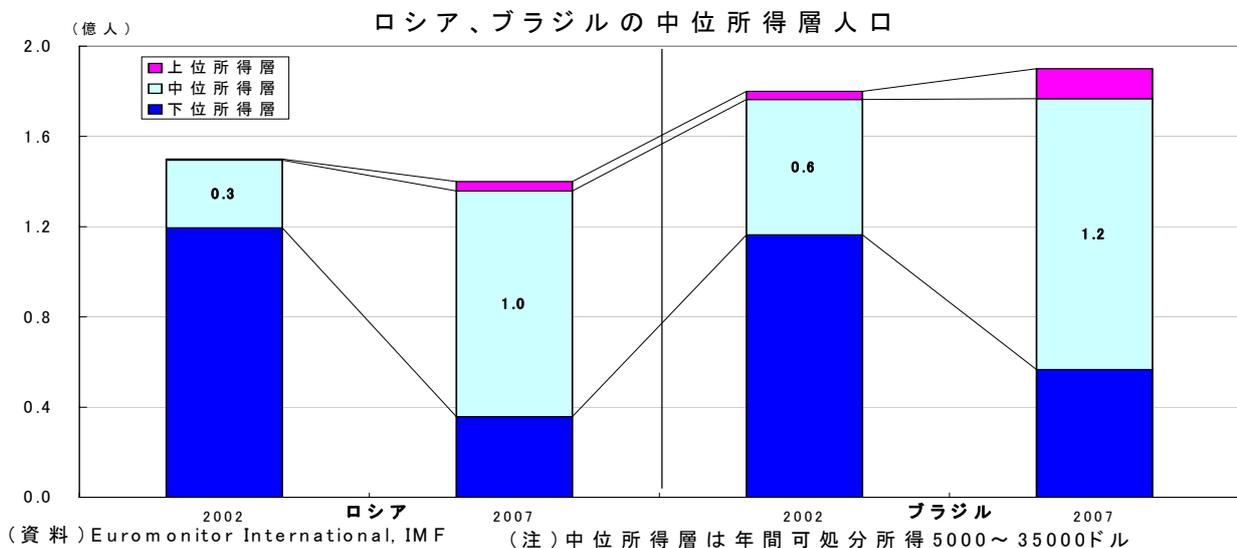
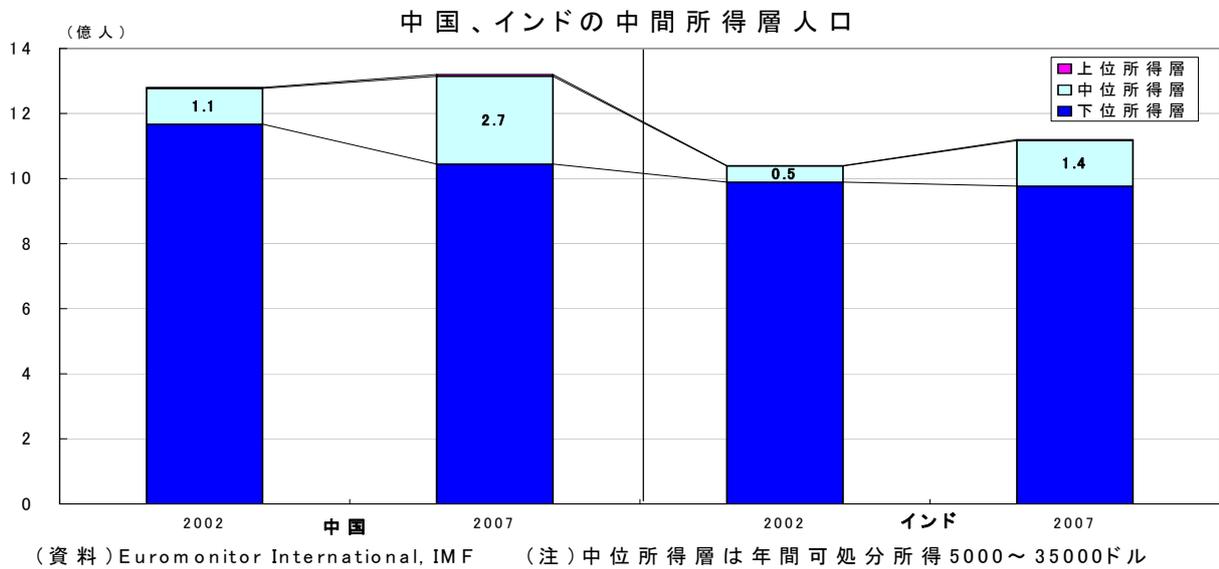
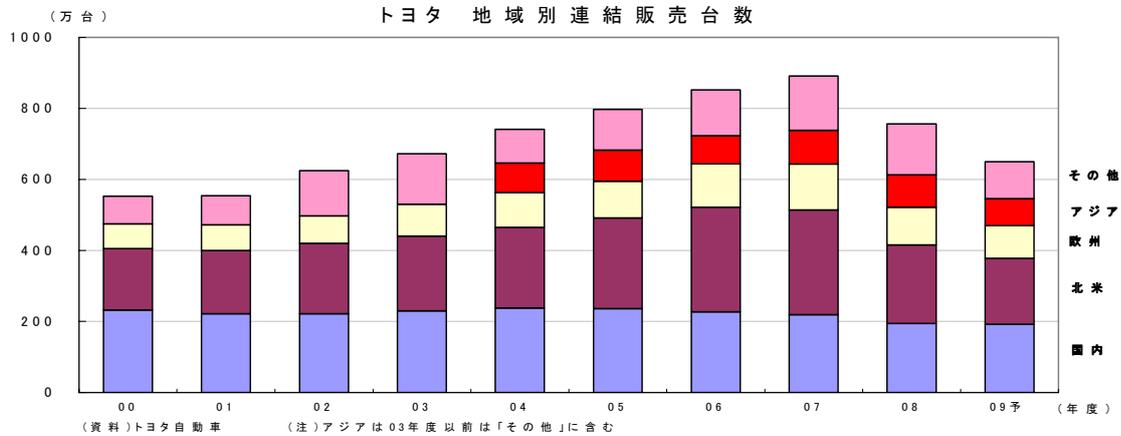
国内では価格競争の激化は避けられない。さらに90年代後半に一回デフレを経験している日本では消費者の価格感覚はシビアだ。企業にすれば、低価格とともに品質やアイデアなどがプラスされて初めて消費者の購買に結びつくというかなり厳しい環境に突入している。

企業戦略としては、良質な低価格商品を打ち出せる「仕組み」を持っている企業は、売上拡大を目指して価格競争やポイント競争などにあえて打って出てくることになるだろう。原油・商品価格の反転上昇による国内企業物価指数の上昇と消費者物価指数の下落という局面から、マージンをたたき出すのがきつい状況が予想され体力勝負の構図がより鮮明になりそうだ。

(海外企業は、高付加価値高価格帯戦略だけでなく、もう少し幅広の顧客ターゲットを)

輸出企業にとっては戦略の変更がうまくいくかが、優劣の差を生む。危機の後は危機の前と同じ構図にはならない。特にマーケット的には今まで稼ぎ頭の北米市場で、家計部門がバブル崩壊の痛

手を抱えている。この先の「消費大国」の再来を期待するわけにはいかず、高付加価値・高価格帯戦略をどう変更するのかが大きなポイントだ。自動車などで見られるように北米集中体制をどう分散できるか、特に新興国の攻略が鍵だろう。



人口のパイが大きい中間所得（年収 5000-35000 ドル）に受け入れられる商品・サービスとはという原点を見つめなおす動きが強まるだろう。おそらく日本製品の機能スリム化では価格的に競争できず、生産ラインやそもそも製品の仕様を新興国向けにする必要がでてくるだろう。もうひとつ注目はサービスとのタイアップをどうやって実現するか、中間所得層に受け入れられるには、生活に身近というポイントが欠かせないように思う。

多くの企業が危機後に向けて動き出しているが、まだこの先のビジネスモデルの大きな流れがでてきているわけではない。今後各国とも失業率の上昇などで消費が鈍る中で楽観論の修正が入ると読む。株価上昇トレンドも一旦は調整に向かうと見ている。

2. 日銀ウォッチ：景況感の上方修正、不気味な長期金利の上昇

（2年10ヶ月ぶりに景況感の改善を示す）

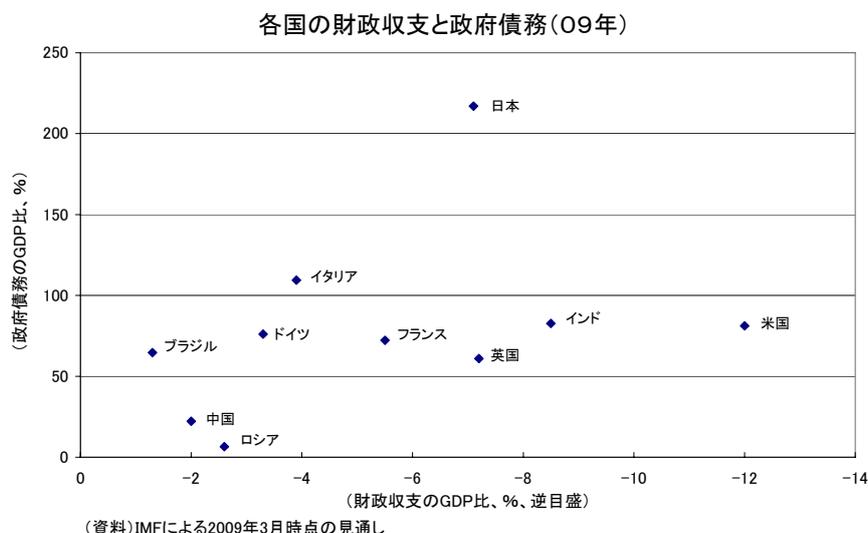
日銀は22日、金融政策決定会合を開き、景気判断を従来の「大幅に悪化している」から「悪化を続けている」に上方修正した。足元で輸出や生産に底打ちの動きが出ていることを踏まえ、悪化ペースの鈍化を示す表現に改めた。上方修正は、ゼロ金利政策を解除した2006年7月以来、2年10カ月ぶりとなる。

しかし、日銀の判断としては短期的には景気は上向くとしているが、世界的な構造調整圧力は引き続き強く、先行きについては慎重な見方に変更はない。

（不気味に各国長期金利が上昇：今のところ中央銀行は静観）

各国の長期金利が、国債需給悪化・格下げを意識し上昇している。各国の財政状況からすれば「格下げ」のリスクは今後常に付きまとう。筆者は夏場にかけて各国とも先行き景気の楽観論が弱まると見ており、上昇圧力は和らぐと考えている。

長期金利上昇が明確になると中央銀行にとって国債買入れの必要性が高まることは必至で、今のところ静観している中央銀行としても頭の痛い問題だ。



3. 金融市場（5月）の動き： 国債需給懸念で各国長期金利上昇

（10年金利）

5月の動き

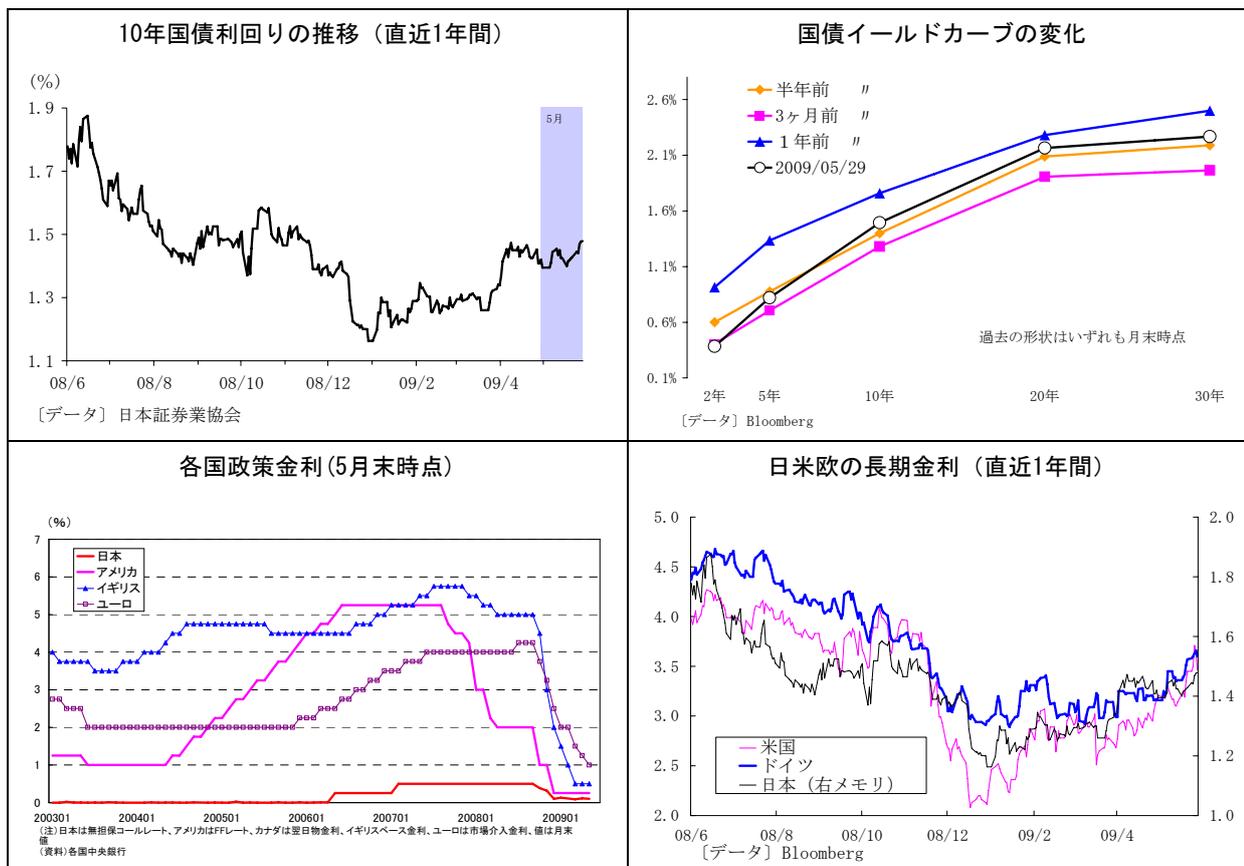
10年国債利回りは、月初1.39%台半ばからスタート、月末1.48%近辺に。

4月末日銀「展望レポート」で経済・物価見通しが下方修正され、月初は1.4%割れからスタートし、米長期金利の上昇や日経平均株価が9,000円台を抜けてくると1.4%台半ばに。その後、米国内での景気楽観論の後退、機械受注（15日）の減少継続見通し（4～6月期）などを受け、1.4%台前半でのみみ合いに。月末にかけて各国国債需給・格下げなどに対する思惑が強まる中、株価が堅調に推移したことで米長期金利が上昇し、国内の長期金利も水準を切り上げ28日には一時08年11月以来となる1.5%まで上昇した。

当面の予想

長期金利は国債増発など需給面への懸念から、水準が若干上がったが、夏場にかけてデフレの進行、構造調整圧力の強さに市場の関心がシフトし、長期金利が再び水準を下げて、低位安定基調に戻ると読む。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

5月の動き

円ドルレートは、月初め 99 円台前半からスタートし、月末 96 円台半ばに。

月初 99 円を挟む展開の後、ユーロの利下げに伴い 98 円台に円高が進んだが、7 日のストレステストの結果で不安が後退し、8 日の米雇用統計が市場予想の範囲内に収まると 99 円台後半に。その後米国債格下げ懸念や事前予測を下回る米小売売上高を材料に、18 日に円は一時 94 円台半ばに。その後一旦円高への警戒感から 96 円台に反落する場面もあったが、米国国債の格下げ懸念が再び高まり 21 日には 93 円台に突入した。その後北朝鮮の核実験で円は乱高下したが、GM の破産申請の可能性からドル需要への意識が高まり 96 円半ばまでドルが戻した。

当面の予想

90 円台前半から 100 円という範囲で方向感が出にくい展開が続いている。ドルの不均衡問題が円高圧力を生じさせる一方で、過度の景気・金融の悲観論後退で米株堅調・ドル買いの動きが円安の動きを作っている。今後は先行きの米国経済の楽観論が修正される可能性が高くボックス圏の中での円高推移を予想する。

(ドルユーロレート)

5月の動き

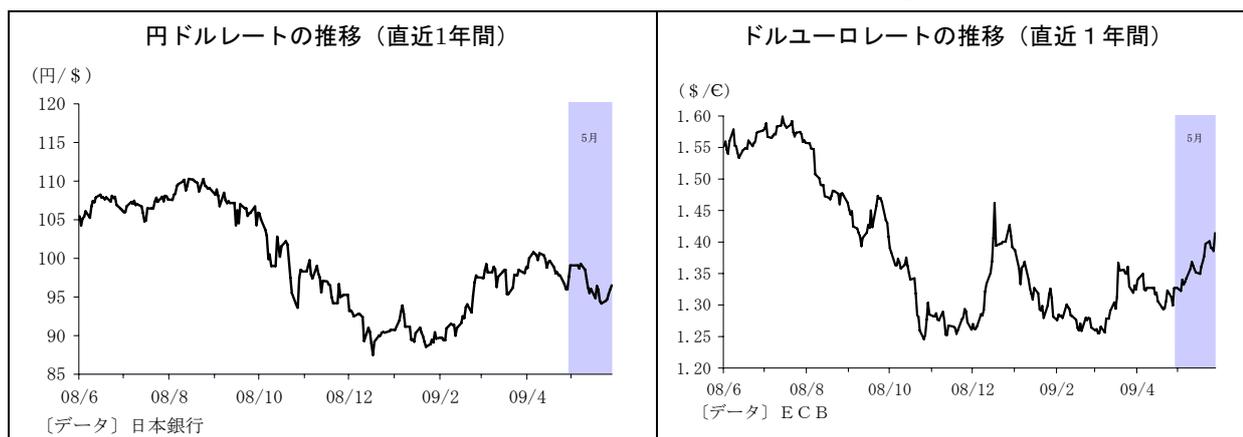
ドルユーロレートは、月初め 1.3 台始めでスタート、月末 1.4 台前後に。

月初から ECB 理事会の利下げ・量的金融緩和突入を織り込み 1.32 台までユーロ安が進む。しかし 7 日の ECB の内容が事前範囲内となったことで、一転ユーロ高が進み 1.36 台に。ユーロ圏鉱工業指数（3 月）が 1986 年以来で最大の落ち込み、GDP（15 日）も戦後最悪となると、1.34 までユーロが売られた。月末にかけてユーロ圏景況感指数が昨年 11 月以来の水準まで戻す結果となりさらにユーロ買いが進み 1.4 台前後となった。

当面の予想

ECB のカバードボンド公表など政策が矢継ぎ早に功を奏しているとの評価などから、ドルに対してユーロが堅調な地合いはもうしばらく続きそうだ。しかし、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は山積な状況は変わらず米欧の相対的な景気・金融サイクルからみて、欧州の遅れが緩やかなユーロ安を進展させると読む。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

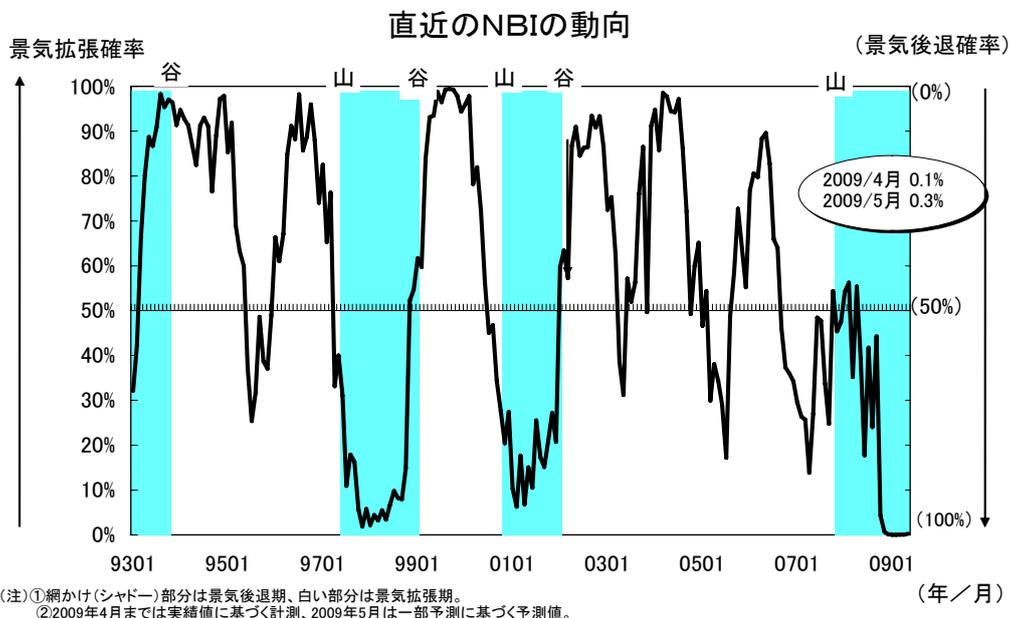


金利・為替予測表 (2009年6月4日現在)

	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	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.3	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)	2.7	3.2	3.7	3.9	4.0
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	3.4	3.6	3.7	3.8
円ドル	(平均)	94	98	92	90	95
ユーロ・ドル	(平均)	1.30	1.35	1.25	1.25	1.25
円・ユーロ	(平均)	122	132	115	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4月：0.1%、5月（予測値）：0.3%



	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
08/4	55.4%	564,454	▲0.3%	29.2%
08/5	39.5%	564,528	0.0%	28.3%
08/6	17.8%	559,417	▲0.9%	18.9%
08/7	41.8%	561,951	0.5%	24.5%
08/8	24.0%	556,284	▲1.0%	18.3%
08/9	44.3%	559,526	0.6%	33.5%
08/10	4.3%	557,367	▲0.4%	42.4%
08/11	0.7%	535,349	▲4.0%	47.0%
08/12	0.1%	521,183	▲2.6%	43.4%
09/1	0.0%	514,231	▲1.3%	11.0%
09/2	0.0%	514,337	0.0%	-47.4%
09/3	0.0%	520,152	1.1%	-49.6%
09/4	0.1%	521,275	0.2%	-49.8%
09/5	(予測値) 0.3%			-49.5%
09/6				-49.3%

(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。
- 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障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。