

Weekly エコノミスト・ レター

金融市場の動き(4月)

～消去法的なドル高、日本株過熱判断を左右する設備投資動向

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

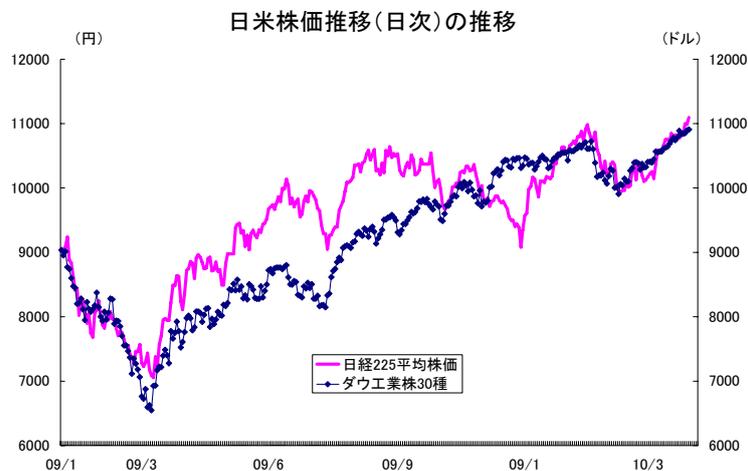
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 上野 剛志

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

1. (消去法的なドル高) ファンダメンタルズなどを見ると消去法ではあるが、米国一人勝ち(と見られる)状況が生まれてきている。しかし先進国は弱いもの比べ、市場の見方が大きく変わるリスクは残る。
2. (過熱判断を左右する設備投資) 3月短観では設備投資の下げ止まりが見え始めている。株式相場の先行きの見方を強めるためには、設備投資の拡大がかぎ。海外経済がどの程度堅調さを維持できるかと経営者にとって中長期のビジョンを描きやすい国の成長戦略の具体像が重要になる。
3. (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。デフレなどで景気下振れとなればさらなる追加緩和も検討される。
4. (長期金利) 日本の長期金利は景気回復期待、海外の金利上昇の流れ、さらに季節性として4-6月に上昇するパターン、から1-3月に比べれば金利上昇圧力がかかりやすい。
5. (為替) 米国経済に対する楽観的な見方がドル高を作っている。しかし、最終需要の弱さは米国も同様で今後経済状況が現在市場の考えているストーリーほど楽観的なものではなくなるにつれ、市場の見方はドル高修正に向かうだろう。

各国ともに株価堅調。過熱感も指摘されるが、



1. 消去法的なドル高：一方方向でこのままとは？

(消去法ではあるが、相対的にしっかりしている見える米国)

円ドルレートは一時 94 円をつけるなどドル堅調の動きが続いている。弱い状況の先進国の中で比較的米国がファンダメンタルズがしっかりしているように見えることから、消去法でドルが選択されている。

ユーロ圏は 09 年後半からソブリン問題が急浮上している。リーマン・ショック後は、米国経済に比べて相対的に底堅く推移していたユーロ圏も、ここにきていろいろな歪みが出てきている。ギリシャの後にはポルトガルやスペインなどに問題が波及するとの見方が強く、混乱が短期間で収束するとは予想されず、とてもユーロ経済堅調・ユーロ高といったシナリオは作りにくい。

英国も不安材料が山積だ。5 月の総選挙ではどの党も単独過半数を取れない恐れがある。財政再建も困難が予想され、総選挙に向けて再びポンド売りが強まるとの見方が強い。

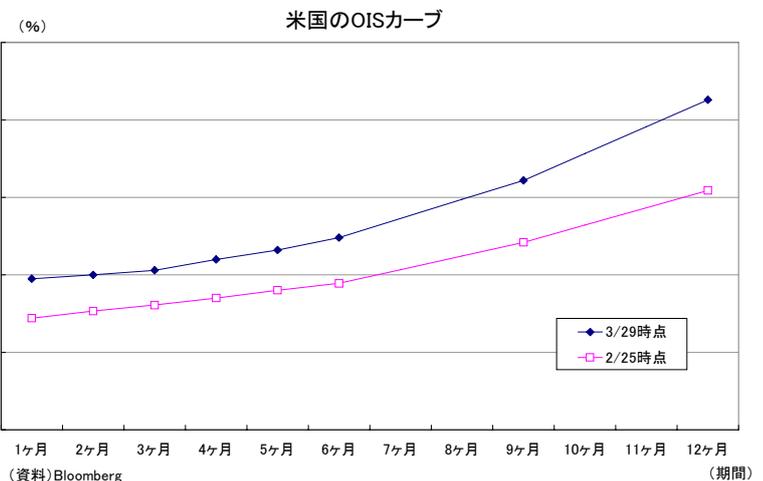
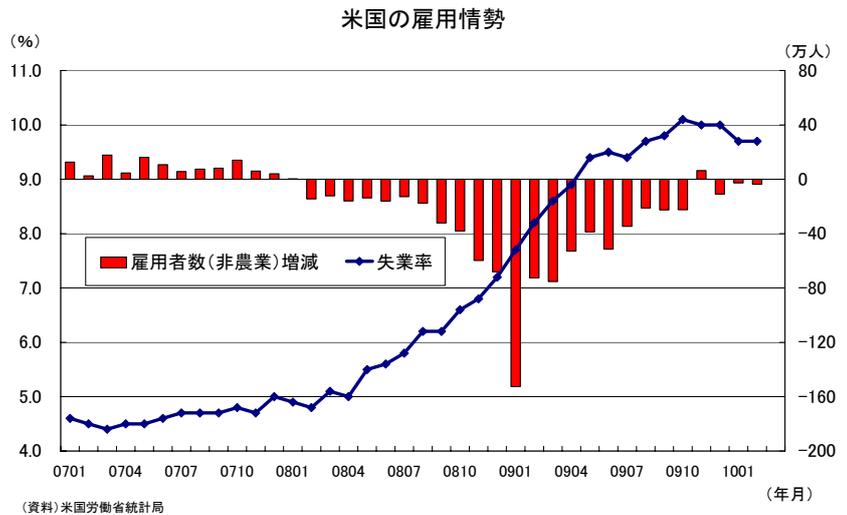
日本はほぼ選考レースから除外。景気は回復局面とはいえずデフレ進行、追加緩和の方向性で先進国横並びのレースからははずれる状況だ。

一方、米国は本日（2 日）発表予定の雇用統計で前月比増減でプラスにでるとの見方がでている（ADP を受けマイナスになると予想も強まっている）。雇用がネックとなっている米国経済で改善が見られれば、早期利上げもありうるとのストーリーが強まっている。

ファンダメンタルズなどを見ると消去選択的ではあるが、米国一人勝ち（と見られる）状況が生まれてきている。米国のファンダメンタルズがよく見えれば、さらに金利の高いドルは買われドル高は素直な流れだ。

(同じ状況でも見るものが変われば、市場はそんな簡単ではない)

ただし、先進国は総じて弱い。弱いもの比べの中で米国一人勝ちが続くとは思えない。また市場の思惑はいつも過大に評価し振れる。



米国経済の動きを見ると、住宅関連の統計が明確に頭打ちになってきている。またデフレもゆっくりと来ている。市場が改善する統計から遅れている統計や商業地地価など次の不良債権問題に再び目がいけば弱気な見方が強まることは必至だ。そうすると、弱い日本であっても円高のリスクはある。

当研究所では年後半に米国の利上げはあると予想するが、同じ経済状況でも市場の注目で裏でも表になる。もう少しすったもんだがあると見るのが無難だろう。

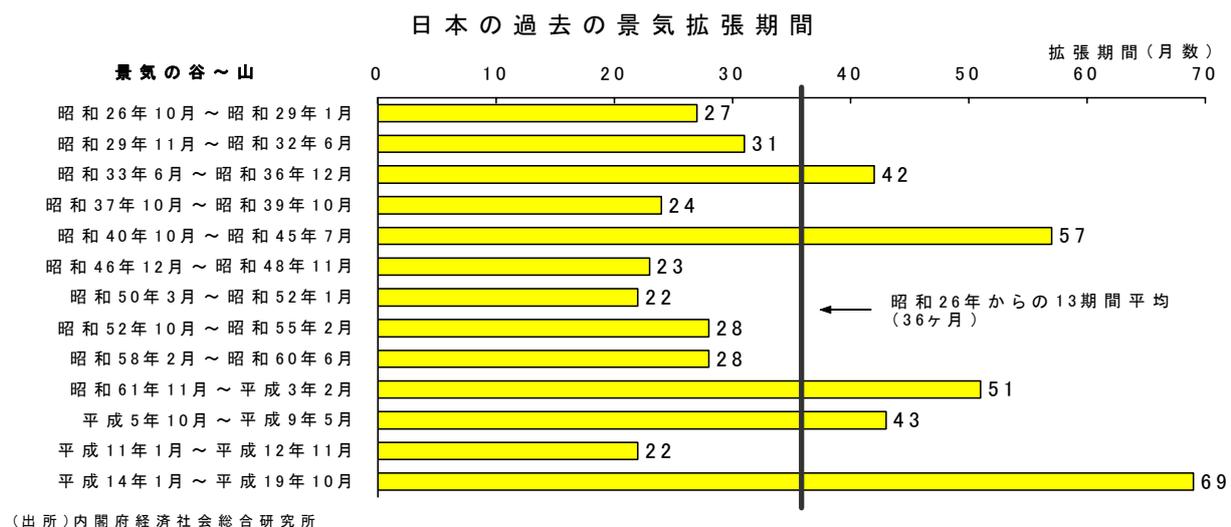
2. 株価の天井感を突き破るため：前向きな設備投資が必要。海外動向と具体的な戦略が重要

(3月短観はかなりいい内容、設備投資は引き続き慎重)

3月調査短観はかなりいい内容だった。短観全体で改善傾向を示す中、12月調査時点の予想に比べて上振れしてきている。今回初めて示された2010年度計画も慎重さは残るもののかなり売上・収益と改善する見込みとなっており、4/1日の株式市場の反応が示すとおり先行きに期待が持てる内容だ。

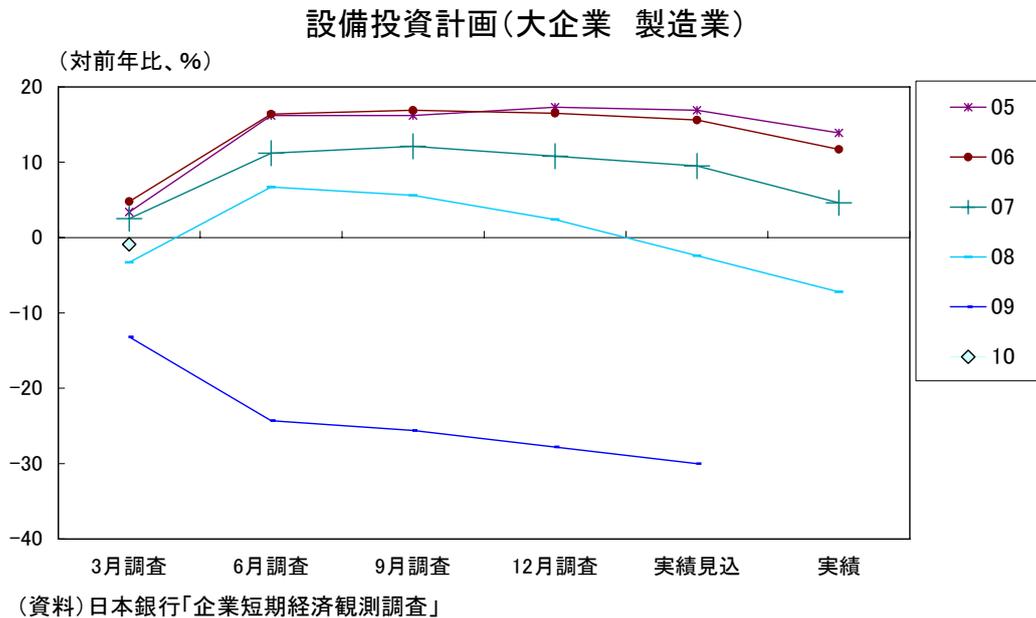
株式市場では日経平均株価が1万1000円台に乗せてきたことで過熱感が指摘されてきている。過熱感を乗り越えられるか、決算発表に向けてこれから上値トライで重要になるのが、収益の拡大のスピードと長さをどう見るかがポイントになってくる。

日本の景気回復は昨年春から起きている。過去の景気回復の長さからいけばまだまだ先はあるように見えるが、市場ではその確か度合いを見たいところだ。コスト削減による収益回復から、事業拡大、新規ビジネス拡大という前向きな姿がでてくるかどうかだ。



今回の3月調査短観では、大企業製造業で2010年度計画は-0.9%増と下げ止まりが見られ始めている。アジアなど新興国戦略を加速させる企業にとって潜在的な設備投資ニーズは高いはずだ。

しかし足元では稼働率も低く、設備・雇用などの過剰感も高いことで「新規」に二の足を踏んでいる状況がうかがわれる。



(設備に前向きになる条件： 海外経済の踏ん張りとは「これ！」という成長戦略の具体像)

設備投資が動き出すかはポイントは2つあるように思える。ひとつは引き続き海外経済動向。輸出・生産などの伸びが少し頭打ちの状況が見えてきているが、ここが踏ん張り収益がそこそこ続くかどうか。もうひとつは新しい展開に対する投資の必要性を企業が強く感じる事。そこには6月に予定されている成長戦略の具体像の中で、「これ！」と思わせるものが並ぶかどうか意外に効果があるように思える。

現在の株価がもうそろそろ天井なのか、それとも景気拡大期が続くシナリオでもう一段上値をトライできるのかは設備投資の動向、市場のその見方が影響しそうだ。

3. 日銀ウオッチ：追加緩和は苦渋の決断。でも引き続き圧力がかかる

(固定オペ増額： 政府に歩調をあわせる以外に策がなくなりつつある)

日銀は16・17日開いた金融政策決定会合で、昨年12月導入の新型オペを拡充する追加緩和策が決定した。具体的には3月末で終了予定の企業金融支援特別オペ(2月末時点で約6兆円)の残高が減少していくことを踏まえ、期間3カ月の資金を年0.1%の固定金利で金融機関に貸し出す「新型オペ」の供給枠を10兆円から20兆円に拡大した。

デフレ克服に向けた強い姿勢を示さなければという危機意識とともに、政府からの強い要望もあって何か対策をとらないといけないという日銀としては苦渋の決断があったのだろう。今回須田、野田委員は固定オペの増額に反対票を投じている。反対票を投じた理由は追加緩和の効果という見方の違いもあるだろうが、最近政府から連発されている追加緩和への圧力に対してどのような距離

感を持つのかという点でもメンバーの中に温度差がでてきている。

（どんな種類の緩和策があるのか）

今後を展望すると、①足元でも6%以上もあるGDPギャップ、②政府の財政措置の余裕のなさから、日銀への追加緩和圧力は収まるはずもない、③日銀も昨年12月にデフレを認め、それに対する追加緩和を打つという流れ、からすれば今後もなんらかの措置の必要性が議論の遡上にあがり続けるだろう。

早め早めの対応の裏には、日銀としてはなんとか避けたい国債買入増額には追い込まれたいとの思惑もある。今後やれることとしては、新型オペの拡充（金額、期間）、ゼロ金利、量的金融緩和政策導入、国債買い入れ増額、中期的な物価の見直し、時間軸政策の導入などだろうか。

政府の中に追加経済対策の話も持ち上がってきている。収まりつつあるとはいえデフレも継続、現在ある米国の早期利上げ期待も景況感の頭打ちや家計部門中心に回復の遅れが明らかになるにつれ利上げ期待もしぼみそれに伴い円高のリスクも意識される、通常国会が6月まで、などから、年前半に緩和圧力は強い。現段階では新型オペの強化（金額、期間）実施の可能性が高いだろう。

4. 金融市場（3月）の動きと今後の予想：

（10年金利）

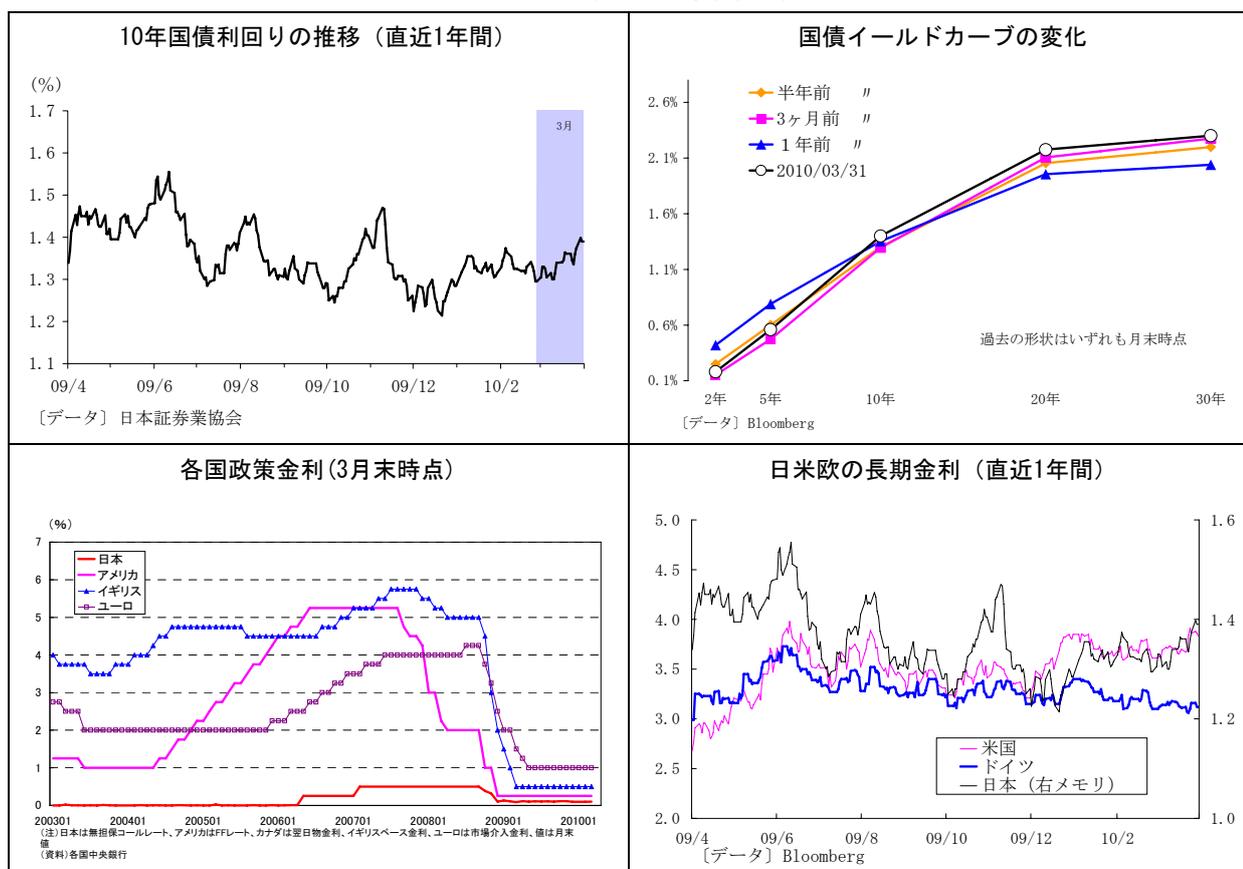
3月の動き 月初1.3%台前半からスタート、月末1.4%近辺に。

月初長期金利は好調な入札結果を受け一時1.3%を割り込む場面もあったが、総じて見ると1.3%前半での推移が続く。その後株価が堅調で推移する中、17日の日銀決定会合で追加緩和策が打ち出されたが市場では打ち止め感が強まり、18日には政府から追加経済対策への言及がでると1.3%後半へと上昇した。26日は米金利の上昇や堅調な株価を受けて、09年11月以来の1.385%となる。その後も日銀短観や米雇用統計の改善予想が強まり、米長期金利上昇に連動し一時1.4%をつける。月末1.4%を若干下回る水準での推移となった。

当面の予想

日本の長期金利は景気回復期待、海外の金利上昇の流れ、さらに季節性として4-6月に上昇するパターンなどが金利上昇圧力として働くだろう。1-3月に比べれば金利上昇圧力がかかりやすい。しかし、デフレ長期化観測のもと日銀金融政策は追加緩和の圧力が高い。また投資家の消去法選択的な債券購入ニーズもあり相場の大崩は予想しにくい。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

3月の動き 月初め 89 円近辺からスタートし、月末 93 円台前半に。

89 円近辺でスタートし 88 円台への円高となったが、4 日にトリシェ ECB 総裁が IMF によるギリシャ支援を否定したことによるユーロ下落を受けて円も下落し、89 円台前半に。その後日銀の追加緩和政策を織り込む動きなどから 8 日には 90 円台に。24 日にフィッチがポルトガルの長期格付を引き下げたが、米株式が堅調なことでドルが独歩高の状況となり 31 日には 93 円台をつける。

当面の予想

ドルに対する楽観的な見方がドル高を作っている。しかし、最終需要の弱さは米国も同様で今後経済状況が現在市場の考えているストーリーほど楽観的なものではなくなるにつれ、市場の見方はドル高修正に向かうだろう。年前半は 90 円前半の展開を予想する。年後半は米国の利上げの可能性が高まる形で 100 円を目指すドル高の局面が生まれよう。

(ドルユーロレート)

3月の動き 月初め 1.35 台前半でスタート、月末 1.35 近辺に。

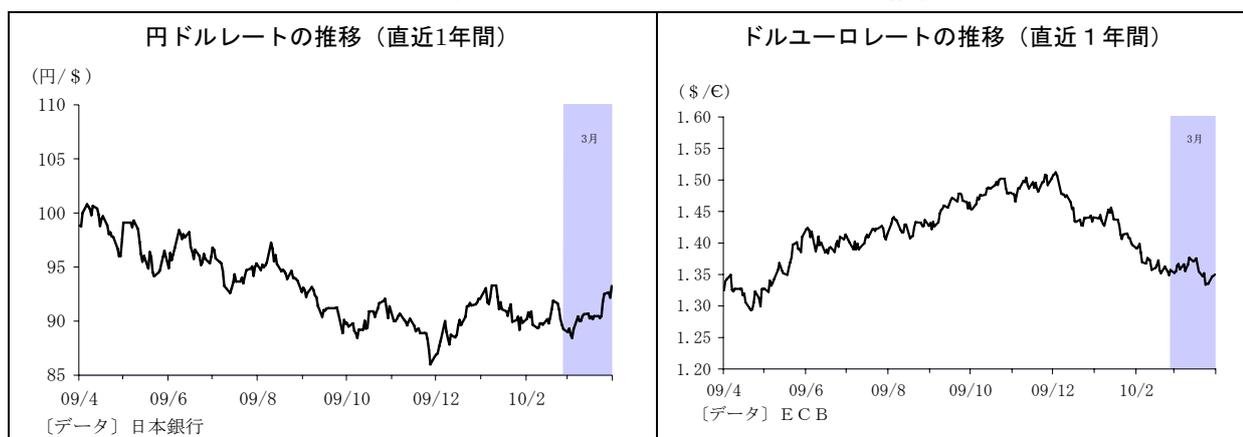
月初から、ギリシャの財政問題などでユーロ安が続いたが、中旬からギリシャに対する市場の不

安心理が落ち着いてきたことを示し12日には1.37台に。16日にユーロ圏各国財務相の会合で緊急時のギリシャ支援が合意されたが具体的な支援策がなかったことで失望され22日には1.34台に。その後25,26日のEU首脳会議に向けて独仏がIMFによるギリシャ支援で合意したとの報道が流れ1.35台まで回復したが、トリシェ総裁がIMF支援に否定的な見解を示すと再び1.33台となった。月末は1.35近辺での推移となった。

当面の予想

ギリシャに対するEUの支援が示されたが、EUも泥沼化するとの見方も引き続き強い。ユーロ信認低下のトレンドを変える材料は乏しく、ユーロ反発の可能性は小さい。

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4月1日現在)

		2010年				2011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	1.5	1.6	1.7
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.75	1.25
	10年金利 (平均)	3.7	3.9	4.0	4.1	4.2
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 (平均)	3.2	3.4	3.5	3.6	3.7
円ドル	(平均)	91	90	95	98	98
ユーロ・ドル	(平均)	1.38	1.35	1.30	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	125	122	124	127	127

(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。