

# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(9月)

～日本株に重くのしかかる政治リスク、円高は長期化、雇用を国内に残せる成長戦略が必要

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

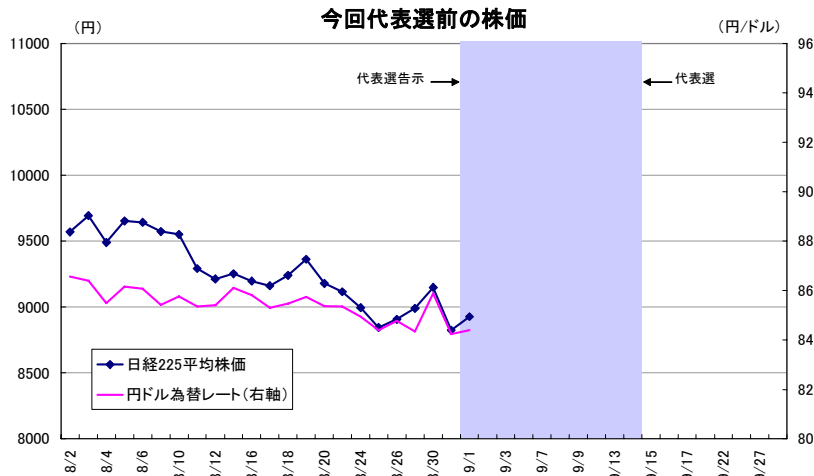
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

シニアエコノミスト 上野 剛志

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

1. (高まる政治リスク、円高は長期化、雇用を国内に残せる成長戦略が必要) 政治空白、民主党代表選・その後の政界再編の可能性など政治リスクが高まっている。外部環境の悪さとともに政治リスクを市場は意識せざるを得ない。米国経済の弱さ、ユーロの財政赤字からドル安・ユーロ安の流れ、すなわち円高は長期化を覚悟せざるを得ない状況。短期的な経済政策とともに円高でも雇用が逃げない競争力強化が急務。
2. (日銀金融政策) 8月30日に追加緩和策を打ち出した。9月決定会合は据え置きの公算大だが、9月中旬に米国FRBが動く状況になれば10月にも日銀は追加緩和を検討せざるを得ない。
3. (長期金利) 米国景気の低迷は短期的には払拭されず、長期金利には海外からの押し下げ圧力が続くだろう。債券相場の過熱感と国内政治情勢が市場の攪乱要因となる。
4. (為替) 円ドルレートは日米当局の金融緩和による低金利競争の結果という状況になっている。この点では、既に金利の低下余地が少ない日本(円)の分が悪いのは明らかだ。基軸通貨ドルに加えて、ユーロも低迷が続く、消去法での円への上昇圧力が続くだろう。

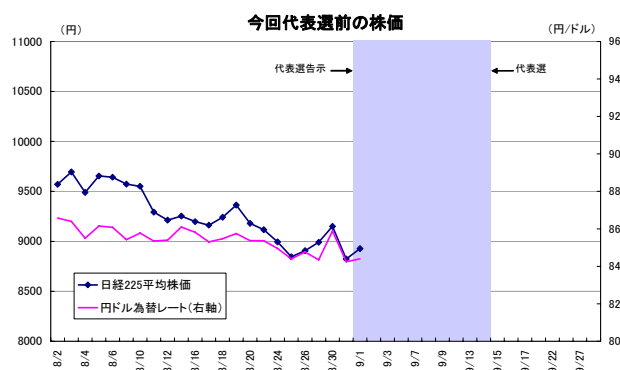
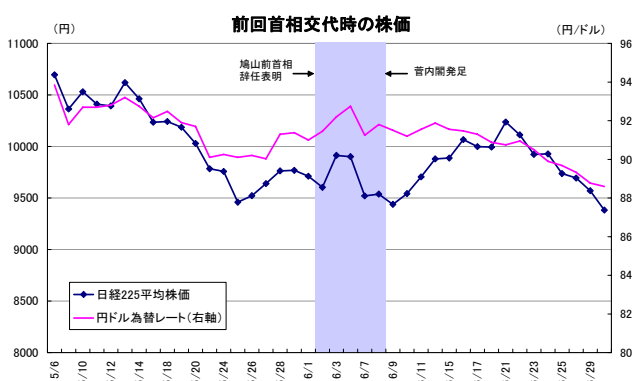
日本株に重くのしかかる「政治リスク」



# 1. 日本株に重くのしかかる政治リスク、米国経済の低迷とユーロ財政赤字により円高は長期化、雇用を国内に残せる成長戦略が必要

## (日本株に重くのしかかる政治リスク)

9月1日に民主党代表選挙が告示され、菅首相と小沢氏の一騎打ちが始まっている。2週間ほど政治空白が生まれることになった。今年6月初旬に鳩山前首相が辞任を表明した際にも短期間であるが政治空白は存在した。この前後も海外要因などから株価はやや低迷したが、今から思えば円安であった支えもあって底割れることはなかった。一方、今回は当時と比べかなり円高が進んでおり、株価の水準も低く、緊迫感の高いにもかかわらず、政治の空白期間は長い。



菅氏は日本経済の再生に向けて6月に掲げた新成長戦略を推進する一方、消費税引き上げを含む税財政の抜本改革を主張する。一方の小沢氏は地方重視を主張しマニフェストの実現を重視するスタンスを示している。

両者の政策はいくつかの明確な対立軸があり、選挙結果によって政策運営が大きく変わってくるという政治リスクを市場は意識せざるを得ない。この点は前回の鳩山首相の流れを受けた菅氏との交代劇とは違う。

また例えば小沢氏の政策では厳しい財政状況の中で歳出をまかなうだけの歳入が確保できるのか？結局国債発行を大規模に増やさざるを得ないのではないかという政策運営面での不安もつきまとう。そもそもねじれ国会が今後も続くことは決定的で、代表選挙後も民主党が割れ政界再編が起るのではないかなど、かなり期間の長めの政治リスクを意識せざるを得ない展開になっている。

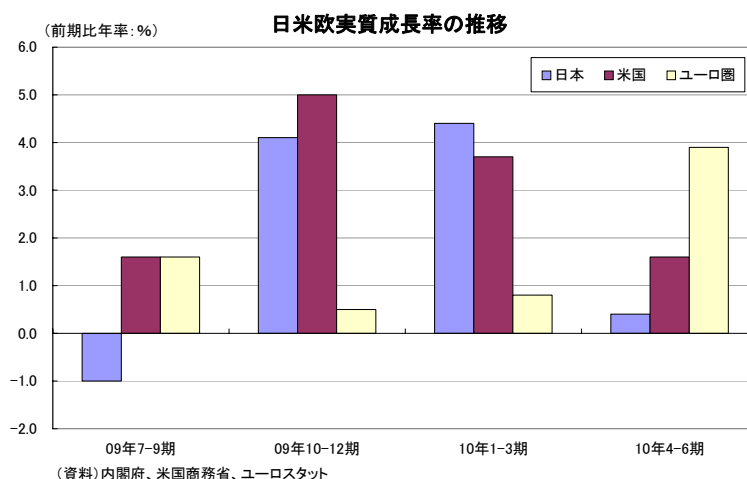
過去日本の政治はそれほど株価には影響しなかったとも言われるが、どうしても上記のシナリオが読めないだけに日本株の頭を重くする要因として意識せざるを得ない。

## (主要国は通貨安合戦、内需が厳しい中で外需に頼る構図はみな同じ)

先進国の実体経済の動きを見るとみな緩慢だ。ユーロ圏は4-6月期に高い成長を記録したが、ユーロ離れの結果だ（ユーロ安による輸出が景気をサポートしたため）。日本も景気が厳しい状況だが、市場の関心が米国経済の弱さ、ユーロの財政赤字に向かっており、ドル安・ユーロ安の流れ、

すなわち円高は長期化を覚悟せざるを得ない状況に追い込まれている。

米国は消費低迷が続き、ユーロも巨額財政赤字問題（最近再びP I I Gに対する市場スプレッドが上がり始めてきている）がある限り、自国通貨はどちらかといえば「安い」ほうがいいに決まっている。日本が円高を叫んでも主要国の同調はなかなか得れない。



### (円高は今後もあるという覚悟、雇用を日本に残せる成長戦略が結局は欠けている)

円高の進行に対して、政府・日銀は8月30日にそれぞれ経済対策の発表と追加緩和で対応したが、市場の反応は薄く、円高水準が続いているため、この先も必要に応じて円高対応に迫られるだろう。政府サイドとしては介入も視野に入れているはずで、80円前半、一日に1円以上円高にふれる日が続けば、単独でもやってくるだろう。

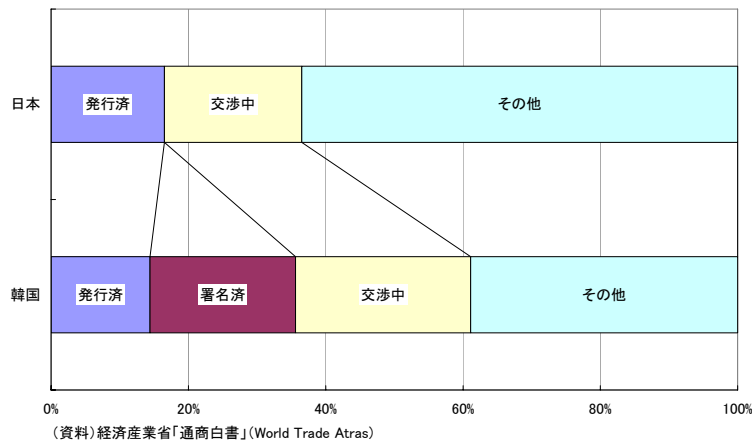
ただ介入、追加緩和を実施しても急激に円安に振れるとは日本全体が期待していないのではないか。円高進行を全力で食い止めるとしても、ある程度の円高水準を前提に、それでも日本企業、日本経済がやっつけられる仕組みづくりをすることが急務のはずだ。

政府は短期的な痛みをどう緩和するかという視点だけではなく、やっぱりいままで置き去りにしてきた競争力をつける対策が必要だ。円高になると雇用が逃げるという悲観議論に本腰を入れない限りこれからも円高のたびに同じ議論となる。成長戦略を描ききれず、実行できなかったつけが溜まっており、今後規制緩和、税制などを動かし企業、個人、ひいては国の競争力を挙げない限り「円高悲惨論」はこれからも続く。

通商戦略ではFTAも重要だ。円高が非常に注目され影響について重要視されているが、円高が大変なのは輸出先通貨建てでの価格競争力が無くなるからである。この点は関税も同じなのだが、お隣韓国はFTA交渉を着々と進めており、署名済・交渉中の割合は日本を大きく上回る。今後日本以外の国の間で関税が撤廃されると、日本の輸出製品が価格競争力を失うことになるが、日本のFTAへの取り組みは一向に盛り上がってこない。

足元の経済対策議論だけでなく、成長戦略、円高に対抗する競争力をどう確保するのか、今回の選挙選でもっと盛り上がる論点となってほしい。

FTA取組相手国との貿易額割合



## 2. 日銀ウォッチ：9月決定会合は据え置き、10月は早くも追加緩和の可能性も

### (臨時決定会合を開催し、追加緩和を決定)

日銀は8月30日に臨時決定会合を開催し、急激な円高・株安による景気悪化を防ぐため、追加金融緩和策を決定した。政府が追加経済対策の基本方針を30日に決めるのに合わせ、政府・日銀が一体となって円高などに取り組む姿勢を鮮明にした。

今回の追加緩和策は、昨年12月に導入した新型オペの拡充策となった。具体的には、年0.1%の固定金利で期間3カ月の資金を供給する共通担保資金供給オペ(新型オペ)を6カ月に延長(資金供給も20⇒30兆円に増額)した。市場では新型オペ20兆円から30兆円への増額と予想する向きが多かったが、期間延長したということは、①「サプライズ」を少なからず意識し、②期間延長によりターム物金利を低下⇒円高対応という意図を明確にしたと思われる。日銀がこれまで緩和姿勢を明確にしてきたFRBに対して「後手・無策」との批判があったことを少なからず意識しているのだろう。

追加緩和の効果だが、もともと短期金利がほぼゼロ、長期金利も1.0%という超低金利の中で、家計や企業は潤沢な流動性を有しており、追加的に長短金利が低下しても経済行動や期待などに働きかけられる効果は限定的だ。

### (9月決定会合は据え置き、10月は早くも追加緩和の可能性も)

今週末には米国で雇用統計の発表を控えている。経済統計が予想よりも悪ければ、早ければ9月下旬にも米国では追加緩和が打ち出される可能性もある。国内でも9月29日に日銀短観が発表される。先行きに慎重なスタンスが示されると金融市場は悲観論に傾きやすくなる。

円高が進行した場合、単独介入もありえるだけに、日銀には「非不胎化」の議論も盛り上がりそうだ。10月に2回予定されている決定会合では、さらなる追加策が打ち出されてもおかしくない状況だ。

### 3. 金融市場（8月）の動きと今後の予想：15年ぶりの円高水準

#### （10年金利）

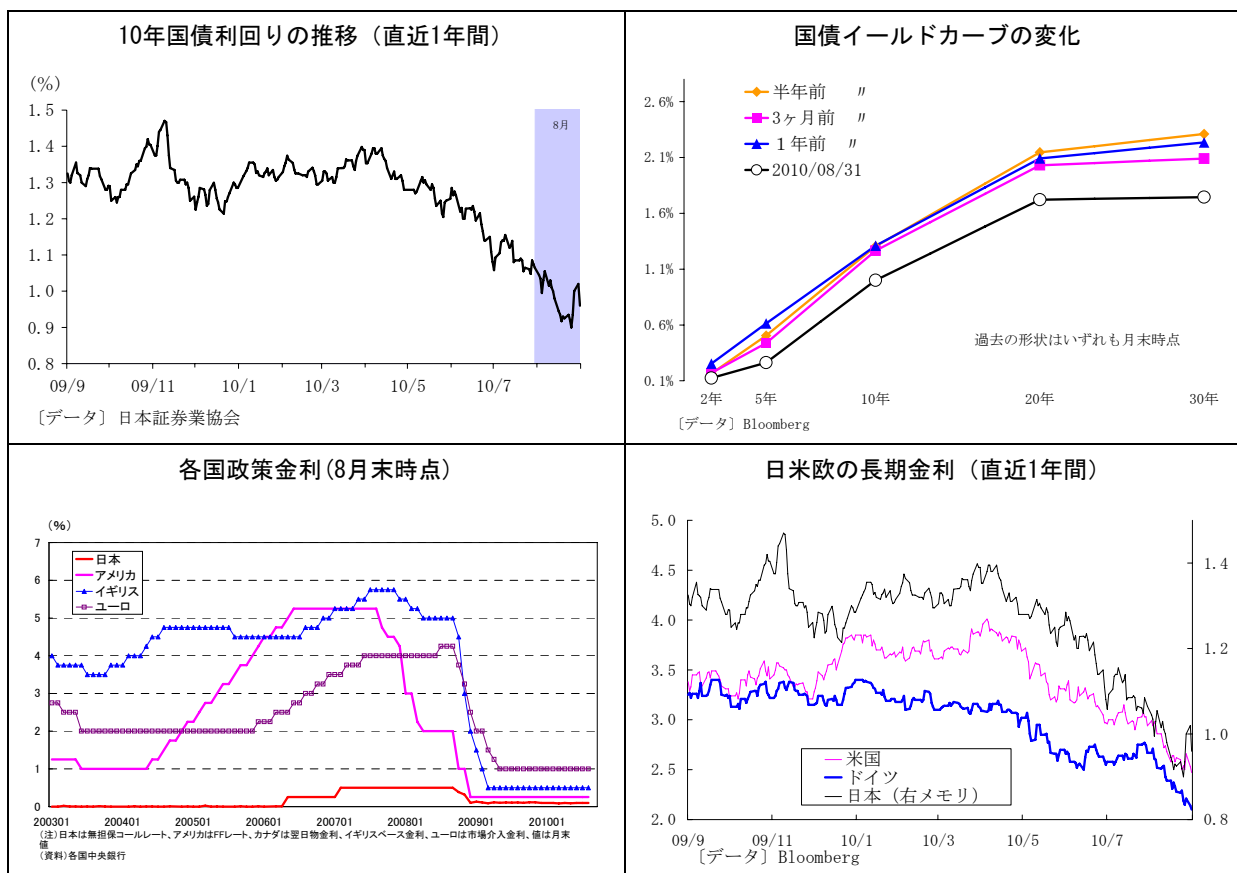
**8月の動き** 月初1.0%台前半からスタートし、1%割れに。

月初より米長期金利が低下する流れに連動し、日本の長期金利も1%割れとなる。10日FOMCでMBS等の償還金を米国債に再投資する方針が示され、15年ぶりの円高水準となり12日には一時0.98%に。その後高値警戒感から一旦は1%台となるが、米長期金利低下傾向、円高、国内景気に対する不安が高まり、18日には03年8月以来の0.9%に。27日には小沢元幹事長が代表選出馬との報道が流れると財政悪化に注目があつまり1%台に急上昇する。30日に政府・日銀の追加経済対策が打ち出されると株価が大幅反発し1.02%となるが、31日には再び1%を割り込んだ。

#### 当面の予想

米国景気の低迷は短期的には払拭されず、長期金利には海外からの押し下げ圧力が続くだろう。一方で債券相場の過熱感と国内政治情勢が市場の攪乱要因となる。民主党代表選挙で、小沢元幹事長が勝利する見通しが高まったり、実際に勝利した場合には、今後の財政赤字拡大が連想され、悪い金利上昇が起こる可能性あり。ただし、悪い金利上昇の際にも、海外要因や、資金流入が続く金融機関にとって債券以外に適切な投資先が見当たらないという構造的な問題が債券相場の下支え要因として残るため、継続的に一方向に流れる状況にはならないとみる。

図表 金利関係図表



## (円ドルレート)

**8月の動き** 月初 86 円台半ばからスタートし、月末 84 円台前半に。

月初から米国経済の先行きへの不安が高まりドル安・円高が進む。バーナンキ議長が米国経済の先行き不安を示すと米長期金利が低下し、ドル安が進行。4日には 85.33 円と 15 年ぶりの円高水準に。その後口先介入を受けて為替介入期待が高まり 86 円前後に。19日に米新規失業保険申請件数が市場予想を上回ると一時 84 円後半に。23日には菅首相と白川総裁が電話会談を行ったが、具体的な円高対策がなく 24日には 83 円台半ば。その後野田財務相が為替介入の可能性を示唆したことや、日銀が金融緩和策の検討に入ったとの報道を受け、やや円安方向に戻す。30日政府・日銀の追加緩和策で 86 円近辺まで円安となったが、月末は再び 84 円台となった。

### 当面の予想

円ドルレートは日米当局の金融緩和による低金利競争の結果という状況になっている。この点では、既に金利の低下余地が少ない日本（円）の分が悪いのは明らかだ。基軸通貨ドルに加えて、ユーロも低迷が続き、消去法での円への上昇圧力が続くだろう。米国の景気回復が見えてくるまで、どれだけ各種政策対応で時間かせぎが出来るか、がポイントになる。

## (ドルユーロレート)

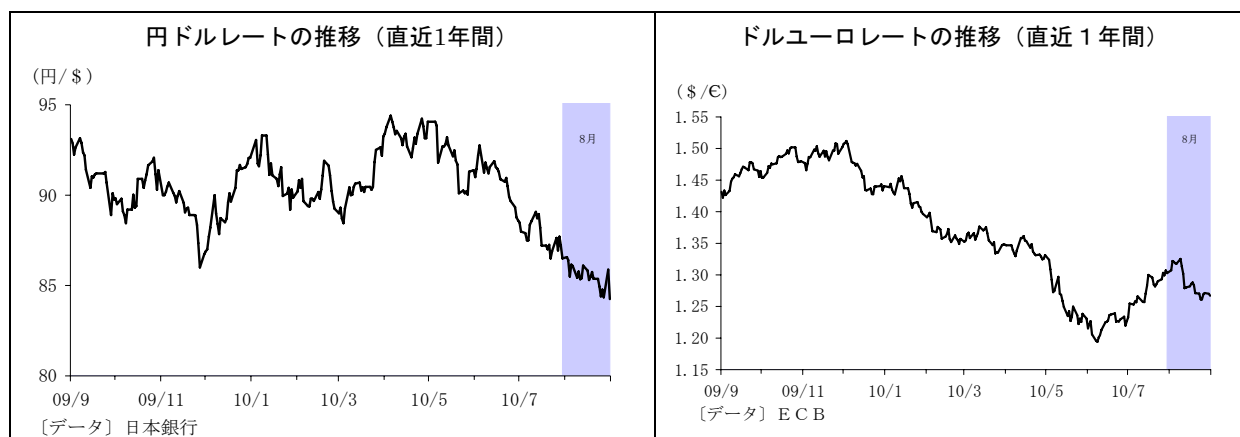
**8月の動き** 月初め 1.30 台前半でスタート、月末 1.26 台後半に。

月初は欧州企業決算が好調だったこと、米国短期国債の利回り低下からユーロが買われ 1.32 程度での推移となる。その後リスク回避の動きが強まる中で、円やスイスフランなどが買われる流れが強まりユーロ安となり月末には 1.26 台後半に弱含む。

### 当面の予想

ストレステストの結果は材料としては賞味期限切れを起こしており、財政赤字問題の状況がどうなのかが注目される日々が続く。根本的な解決には時間がかかるため、ユーロが大きく反発する姿は描きづらい。米国の弱さが払拭されない中でボックス圏での推移が続くだろう。当局が通貨安を容認しているフシがあるのは、欧州も米国も同じであるため、欧州の新しい材料が乏しいなか、米国側の事情によって相場が左右される状況が続く。

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9月2日現在)

		2010年			2011年	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		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	1.1	1.2	1.2	1.4
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)	3.5	2.7	2.7	2.8	3.0
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 (ドイツ、平均)	2.8	2.4	2.6	2.7	2.8
円ドル	(平均)	92	86	85	85	90
ユーロ・ドル	(平均)	1.27	1.30	1.30	1.30	1.30
円・ユーロ	(平均)	117	112	111	111	117

(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。