

---

けいざい早わかり 2010年度第8号

景気の先行きと金融市場の動向

---

【目次】

- Q1. 国内景気の先行きに対する不透明感が強まっていますね ..... p.1
- Q2. 円高はどこまで進むのですか？ ..... p.2
- Q3. 一時急低下した長期金利ですが、今後の動向について教えてください ..... p.3
- Q4. 最近の株価は売られ過ぎでしょうか？ ..... p.5

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 小林 真一郎 ( [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp) )

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

## Q1．国内景気の先行きに対する不透明感が強まっていますね

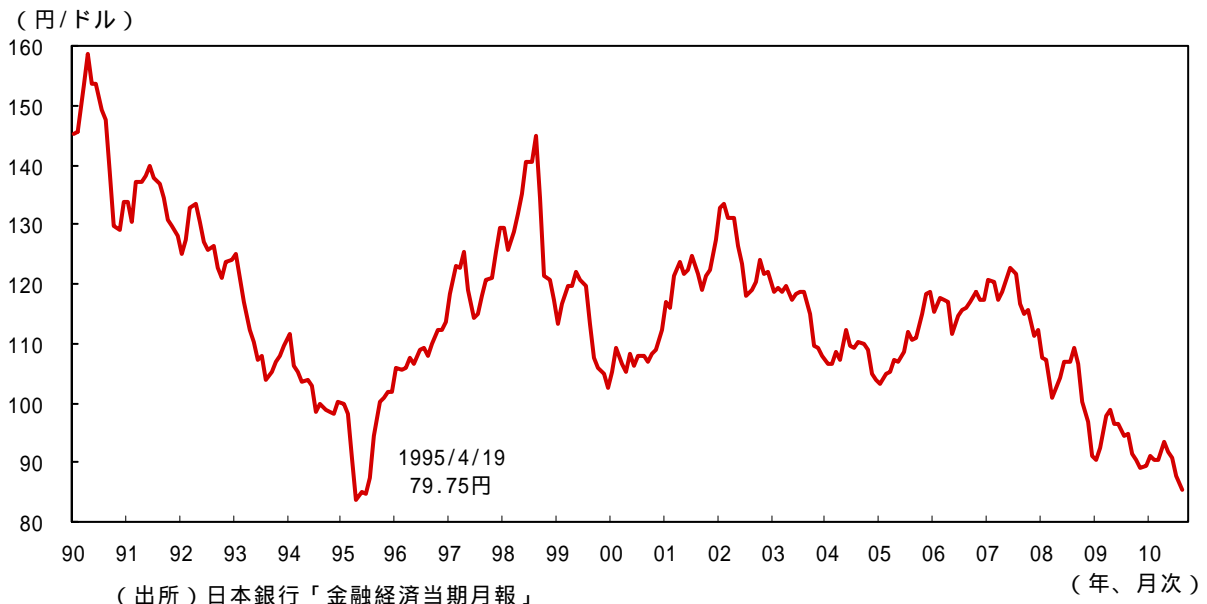
- ・景気の回復の動きが止まってしまったわけではありませんが、夏前からいくつかの要因が重なって、本当に国内の景気は回復し続けるのだろうかという不安感が高まっています。
- ・不安感のひとつは、海外景気の先行きに対する懸念が出てきたことです。春先に問題となった欧州諸国の財政問題による信用不安は少しずつ落ち着いてきていますが、代わって米国や中国の景気に対する懸念が出ています。
- ・米国では、雇用や住宅需要の回復が遅れており、実質GDP成長率の伸びもやや鈍化してきています。しかし、所得は緩やかな改善が続き個人消費を下支えしており、雇用環境についても、8月の雇用統計では民間部門の雇用者の増加が続いていることが確認されており、景気が二番底に陥る懸念は小さいと考えられます。
- ・また、中国では景気の過熱感が高まったことから、今年になって預金準備率の引き上げ、行政指導による銀行融資の抑制、不動産投機の抑制策などが実施されています。こうした効果によりバブルの懸念は後退しつつあり、景気にも落ち着きがみられていますが、逆にブレーキを踏み過ぎて景気が失速してしまうのではないかと心配する声もあがっています。もっとも、実質GDP成長率の伸びが依然として高く、必要とあれば引き締め策を緩めることも可能であり、景気は軟着陸に成功しつつあると考えてもいいのではないのでしょうか。
- ・さらに、日本でも、4～6月期の実質GDP成長率の伸びが緩やかになり、生産活動や輸出にも一時的勢いがなくなるなど、景気回復のペースが鈍ってきたことを示唆する経済指標が目立っています。また、エコカー購入時の補助金支給やエコポイント制度といった政策効果によって持ち上げられている個人消費ですが、政策が打ち切られるとともに減少してしまうことは避けられそうにありません。需要を随分先食いしてしまった可能性があるためです。このように、今年度後半に消費が一時的に息切れするとの見方が確実視されていることも、景気の先行きに対する懸念を強める材料となっています。
- ・こうしたいくつかの材料に、夏場以降は円高の進行が懸念材料として加わり、先行き懸念がさらに強まることになりました。円高によって輸出が減少するかもしれないと思われるためです。
- ・確かに今年度下期は、一時的に景気が足踏み状態に陥るリスクがあります。政策効果の剥落によって個人消費の落ち込みが避けられないことに加え、公共投資の削減が続くと予想されるなど、景気回復の初期の段階でのけん引役が力を失ってしまうためです。それでも、景気が一挙に後退局面（二番底）に陥ってしまうことはなさそうです。海外経済の回復が続く限りは、円高の影響でペースが多少鈍ったとしても、輸出は増加基調を続けると期待されるためです。さらに、企業業績の改善の動きが続いており、今後も企業の設備投資の回復の動きや、雇用・所得環境の改善の動きが途切れることはないでし

ょう。少し時間はかかるかもしれませんが、今年度下期の調整期間を過ぎれば、2011年度には、個人消費も持ち直し、再び景気回復の動きが鮮明になってくると予想されます。

Q2 . 円高はどこまで進むのですか？

- ・海外経済の先行き不透明感や金利先安感を反映して、円は1ドル = 83円台で推移するなど、約15年ぶりの水準にまで上昇しています。15年前の1995年4月には円は対ドルで79.75円の史上最高値を付けましたが、現在の円高はそれに次ぐ水準ということになります（図表1）。

図表1 . 円/ドル推移



- ・こうした事態に対し、政府・日銀は相次いで声明を発表するなど円高の進行に対する警戒感を強めています。日本銀行は円高などの進行により景気の先行き不透明感が高まったとして、8月30日に臨時の政策決定会合を開き、固定金利方式による共通担保資金供給オペ（以下、固定金利オペ）を従来の期間3ヶ月・20兆円に、期間6ヶ月・10兆円を追加することを決定しました。ただし、日本銀行のこの金融緩和策は、直接的に円高に歯止めをかけるためのものではなく、円高で景気が悪化することを回避するための措置です。
- ・市場では今後一段と円高が進んだ場合には、政府により円売り介入が行なわれるとの観測が強まっています。もっとも、米国や欧州が自国通貨安を容認し、輸出主導による景気回復を図っている状況下では、単独での介入には限界があるとの見方が大勢です。
- ・円は今後どこまで上昇するのでしょうか。為替市場では貿易取引やサービスの取引など

に伴う実需の円買い需要や円売り需要に加え、証券投資や直接投資に関連する資金のやり取り、値上がり益を狙った投機的な取引など、さまざまな目的で外国通貨が交換されています。このため、いったん動き始めると、一方向に大きく振れてしまうことも珍しくありません。米国で市場予想よりも弱い経済指標が発表されたり、欧州で金融機関の経営不安がささやかれることになれば、一挙に円高が進み、史上最高値を更新してしまうことも否定できません。

- ・しかし、そもそも円がここまで買われてきたのは、円を買う積極的な材料があったためではありません。ドルやユーロに売り材料が出てくる中で、一時的な資金の逃避先として消去法的に円が買われてきたのに過ぎないのです。そんな消極的な材料による上昇がいつまでも続くとは思えません。また、日本の単独での為替介入であっても、その規模が大きければ、円高の速度を緩和させることは可能です。必要であれば、円高の景気へのマイナスの影響を緩和させるために、日本銀行が追加で金融緩和を行う可能性もあります。世界経済の先行きに対する悲観的な見方が後退すれば、いずれ、対ドルで80円台半ばの行き過ぎた円高は修正されることになるでしょう。

### Q3 . 一時急低下した長期金利ですが、今後の動向について教えてください

- ・新発10年国債の利回りは、景気の先行き不透明感に加え、日本銀行の追加金融緩和観測の高まり、株価の低迷、海外債券市場でも利回りが低下していることなどを材料に、9月初めまでは低下基調が続き、一時は0.8%台と約7年ぶりの水準まで低下しました(図表2)。
- ・長期金利が低下している背景には、企業の資金需要がなかなか高まってこないことや、日本銀行が3ヶ月、6ヶ月といったやや長めの金利の低下を促すような資金供給(固定金利オペ)を行っているという理由もあります。
- ・一方で、2010年度も補正予算が組まれ、新たな国債の発行を伴って追加の経済対策が実施される可能性が高まってくれば、財政の悪化につながる懸念が強まり、金利が急上昇する可能性もあり要注意です。
- ・過去、長期金利が大幅に低下した局面と、今回の低下局面を比較してみましょう。1998年10月に長期金利が0.6%程度まで低下した当時は、大手銀行や証券会社が破綻するなど金融危機の真っ最中であり、景気も後退局面にありました。同時に、日経平均株価も13,000円割れまで下落し、バブル崩壊後の最安値を更新したタイミングです(図表3)。その当時の政策金利であった無担保コールレート(翌日物)も0.25%まで低下していました。ただし、この後、減税や追加公共投資などを含む大型の経済対策(1998年11月の緊急経済対策)が打たれ、景気回復期待が高まったことに加え、国債の需給悪化懸念が急速に高まったため、長期金利は一気に反転上昇し、1999年2月には2.3%台まで上昇しています。

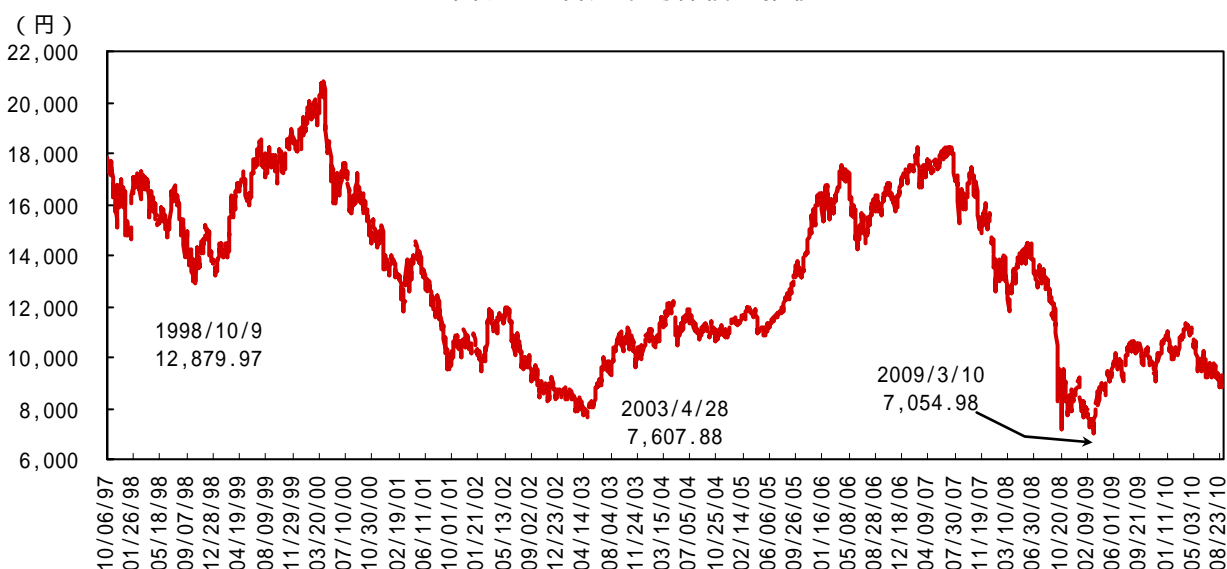
- ・また、2003年6月に0.5%を割り込んだ当時は、4月に株価がバブル崩壊後の最安値7607円を付け、金融政策面では量的緩和の真っ最中（2001年3月開始、2006年3月終了）であり、追加緩和期待が強かった時期です。景気はすでに2002年1月から回復局面に入っていたのですが、デフレがスパイラル化すると懸念が強く、金融面では2002年10月に金融再生プログラム発表されたことをきっかけに、不良債権問題に対する懸念が再燃し、金融危機の再発リスクが高まっていました。しかしその後、景気回復の足取りがはっきりし株価も持ち直してくるにつれて、国債の需給悪化懸念も加わって長期金利は一気に上昇に転じ、2003年9月には1.6%台まで上昇しています。

図表2. 10年国債利回り推移



(注) 99/3/25までは国債指標銘柄  
(出所) 日本経済新聞

図表3. 日経平均株価の推移



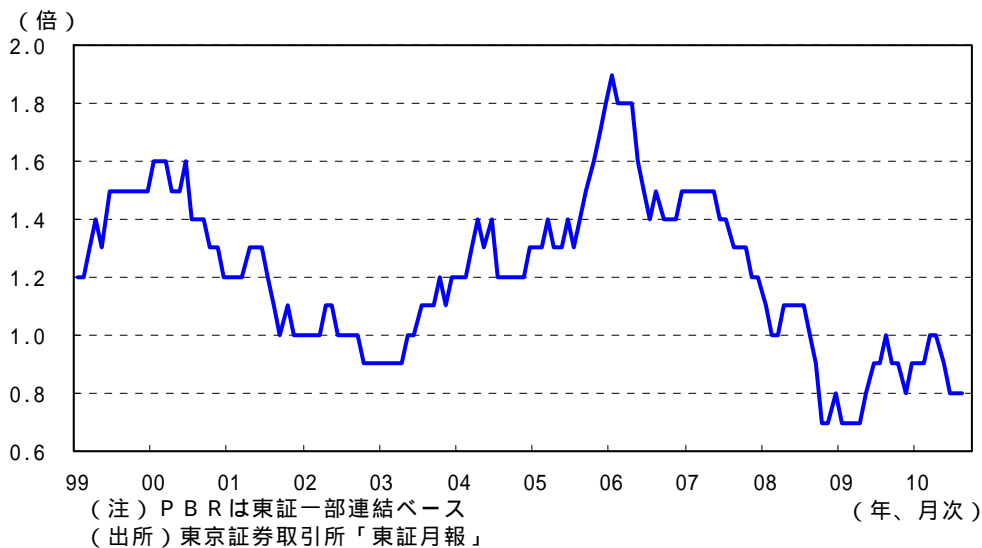
(出所) 日本経済新聞

- ・過去の長期金利の低下局面に共通しているのは、株価の下落や金融システム面での動揺などを背景に、安全資産である国債に一時的に資金が大量に流れ込んだという点であり、その後は国債需給の悪化懸念もあって一気に金利が急上昇したという点です。今回も日経平均株価が再び9,000円を割り込み、日本銀行が追加金融緩和に踏み切るなどの共通点はありますが、国内の金融システムの動揺といった資金が安全資産である国債に一時的に逃避するような深刻な事態は生じていません。むしろ、国債の発行ペースが高まっているなど需給悪化懸念が高まりやすい状況にあるといえます。最近の景気の先行きに対する不安感が後退し、株価が持ち直してくるようになれば、長期金利は財政改革の遅れを材料に、むしろ急上昇するリスクがあることを頭に入れておく必要があるでしょう。

#### Q4．最近の株価は売られ過ぎでしょうか？

- ・景気の回復にともなって、企業業績の改善が続いています。2010年4～6月期の法人企業統計によれば、国内企業の経常利益（季節調整値）は5四半期連続で前期比増益となり、水準もようやくリーマン・ショックのあった2008年7～9月期の水準を上回るまで増加しています。とくに大企業で改善幅が大きく、上場企業では2009年度に続き、2010年度も増益が見込まれています。
- ・しかし、企業業績を反映するはずの株価は低迷が続いており、今年の4月に1万1,000円台にあった日経平均株価は、最近では9,000円前後で推移しています（図表3）。
- ・こうした株価低迷の背景には、すでに述べた国内景気の先行きに対する不透明感の台頭や、円高が輸出企業の業績を悪化させるなどの懸念などがありますが、さらに海外株式市場が軟調であり、それに連れ安となっているという面もあります。中でも、米国の株価に連動しやすく、米国経済の先行き懸念が日本の株価低迷の大きな要因となっているといえます。
- ・しかし、景気が回復を続け、固定費などのコストの削減によって企業の収益力が高まっている状況においては、現在の株価水準は売られ過ぎの可能性が高いと考えられます。株価の割高・割安を判断する指標のひとつにPBR（Price Book value Ratio、株価純資産倍率）があります。PBRは株価を1株当たりの純資産（自己資本のことで、総資産から負債を除いたもの）で割ったものであり、株価が企業の価値の何倍まで買われているかを示す数字です。数字が低いほど相対的に株価は割安ということになりますが、とくに1よりも低い場合には、その株価で株式を全て買い取れば実際の純資産の額よりも安く会社を買収できるということになり、企業買収の対象となりやすくなります。最近の東証一部上場企業のPBRの推移をみると1を割り込んでいる状態が続いており、割安感が高まっている状態にあります（図表4）。
- ・このため、円高が一服し、国内景気の不透明感も払拭されれば、再び買い戻される可能性があります。また、海外株式市場が上昇した場合にも連れ高となると考えられます。

図表4. PBR（株価純資産倍率）の推移



お問合せ先 調査部 小林 真一郎  
E-mail : [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。