

## ストラテジーブレティン

# 投機のドル安から実体経済に基づくドル高に ～日本株が劣勢を取り戻す可能性～

## 為替の焦点は短期金利差から長期金利差に

先週末、国際金融市場の雰囲気が、一変した。相場のテーマ・枠組みの大転換である。11月までのテーマは、世界的な金融相場。実体経済が低調な中での旺盛なリスクテイクの復活で、資産価格が大きく上昇してきた。金融相場である故に、市場は裁定(さや取り)に注目し、資金調達コストが最も安いドル(ゼロ金利)での債務を増加させた。つまり米国から資金が流出し、ドル安となった。今年3月以降世界株高が進行し、同時にドル安が進展したのは世界的に投機(=リスクテイク)が活発化したからである。

## 11月の株価こう着は上抜きの可能性強い

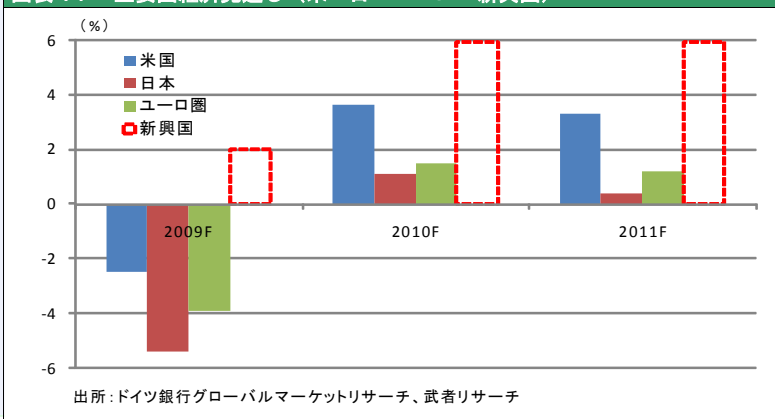
しかし、12月に入り米国雇用の急激な改善、中古住宅需要の急回復、消費回復と消費者心理向上、米国家計の資産価値急回復など、実体経済の顕著な改善が無視できなくなった。市場は米国実体経済の回復を軸に、テーマ・枠組みの急旋回を開始したものとみられる。

第一に、(低迷する欧州金利をしり目に)米国長期金利が上昇し始めた。第二に、ドル相場が反発し、どうやら3月以降のドル安のトレンドが終わった。これまでのユーロ/ドルレートを支配したのは短期金利差であったが、実体経済の強さに焦点が移るとなると、指標は長期金利差となる。米独長期金利差は6月以降米国がドイツを上回っているが、最近の米国優位の経済パフォーマンスにより、格差は一段と広がっている。第三に、こうした事情は11月以降高値こう着状態にあった株高を復活せしめる可能性が強い。

## 否定の余地ない米国の経済パフォーマンス優位

先週の投資ストラテジーの焦点(KSI285号)でレポートした通り、米国ファンダメンタルズの改善は驚くほどである。「企業部門においては空前のスリム化が、家計部門では空前の過少消費化が、住宅部門では空前の価格割安化が進行している。いずれもパニックによる異常収縮の結果である。米国実体経済の調整は十分である。今後、異常から脱却のインパクトは想像外かもしれない。」米国内要因に加えて、中国の内需急回復(11月輸入26.7%増、新車販売96.4%増、工業生産19.2%増)は、米国をはじめ先進国の景気回復に大きく寄与するだろう。これらにより、2010年は米国経済の突出した回復が想定される。ドイツ銀行による2010年の経済見通しでは米国3.6%、EU1.5%、日本1.1%、新興国5.9%と、米国の顕著な回復が見込まれている。

図表1： 主要国経済見通し (米・日・ユーロ・新興国)



株式会社武者リサーチ

代表  
武者 陵司

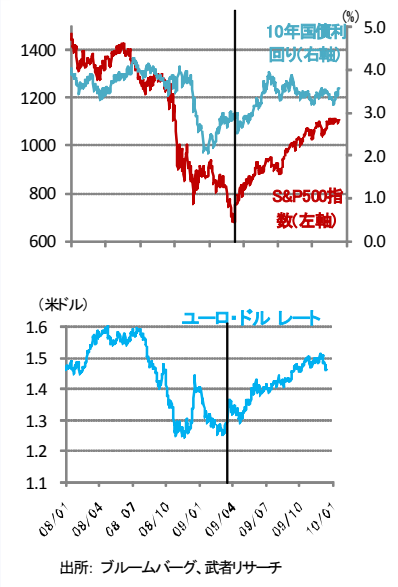
代表電話 (03) 5408-6818  
直通電話 (03) 5408-6821  
E-mail: [musha@musha.co.jp](mailto:musha@musha.co.jp)  
[www.musha.co.jp](http://www.musha.co.jp)

〒105-0021  
東京都港区東新橋 2-18-3  
ルネパルティール汐留 901

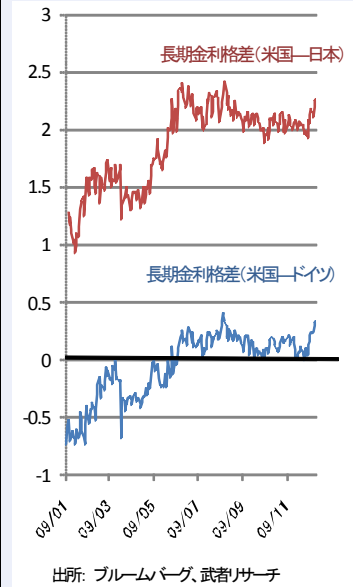
**投機の円安の可能性(=円キャリーの復活)、日本株が劣勢を取り戻す公算**

以上の相場のテーマ・枠組みの変化は、日本株に絶好の追い風になる。第一に、投機の円安が復活するかもしれない。第二に、輸出の鋭角回復が期待できる。輸出主体の製造業の収益は劇的に改善するだろう。特に重要なのは為替市場の軸のシフトである。投機が軸の時には短期実質金利が決定的に重要で、デフレにより高短期実質金利を余儀なくされている日本円が買われた。しかし、焦点が实体经济に移り、経済成長力を表象する長期金利が軸となると、世界最低の成長率、最低金利の日本円はむしろ忌避される可能性が強まる。むしろ、ドルに代わって投機のファンディング・カレンシー(キャリートレードの調達通貨)となり、円資金の流出がおき、意外な円安を誘発する可能性が高まる。窮地にある日本経済には、干天の慈雨となるかもしれない。

図表 2：米国金利、株価とユーロドルレート



図表 3：米国金利格差 (対日、対独)



著作権表示©2009 株式会社武者リサーチ  
本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。