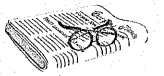
# 角川総一流 マーケットの読み方



## 債券高（デフレ懸念）と株高（景気期待）が同時に進行

ここに注目

マーケット・サマリー ～多忙な人のためのエッセンス

共ノ一 民主党の圧倒的勝利受け円高進行。生活者支援型政策への舵取りが円高→輸入物価の下落→内需拡大の連想を生んだことが一因。

共ノ二 日米欧ともに長期金利が急落。消費者物価指数の下落が続くことや中央銀行の国債買取など金融緩和策の影響か？

共ノ三 株式市場は景気期待が先行、債券、為替市場は景気楽観論からの修正進むなど、マーケットによって景気への反応にちぐはぐ感あり。

まず8月末に実施された衆議院選挙において、民主党が圧倒的な勝利を収めたことで円高が進行したことを取り上げなければなりません。

選挙実施寸前まで1ドル＝93円台後半で推移していたドル円相場は、週明け31日には一気に92円台に突入しました。その後、米国の雇用統計関連指標がやや悪化したことなどで景気回復期待が後退、一時91円台まで円高が進むことになりました。

かねてより「民主党勝利＝円高」というシナリオはありました。理由は大別して2つです。

1つは、民主党が自民党に比べて円高歓迎政権であるという思惑です。これは「生活（家計）支援内閣」→「円高許容による輸入製品価格の下落」→「家計部門の実質購買力の増大を図る」というシナリオによるものです。いかにもこれは分かりやすいストーリーです。

2つめは、米国の新聞に転載された鳩山党首の論文が「米国離れを示唆」→「米国債の売却も視野に入ってきた」→「実施されれば円高・ドル安」との思惑が働いたからです。かねてより日米同盟に象徴される自民党のやや米国寄りの政策に批判的な民主党は、対米従属を潔しとしない体質を持っていました。

もっとも、このように総選挙後に円高が一段と進んだ背景には、それに先立って明らかになった米国発のいくつかの景気関連指標が、必ずしも米国の景気の先行きが楽観できないことを示していたことがありました。

さらには、先ごろ発表された日銀短観において、大手メーカーの今期想定為替レートが軒並み円高方向に修正されたことも円高を促す遠因になりました。7月発表の日銀短観と同時に発表される想定為替レートがおおむね1ドル＝95円程度から90円程度まで下げられたことから、輸出企業がドル売り・円買いをしやすい環境に移行してきていたのです。

### 7～8月にかけて、日本株高、円高、債券高のトリプル高に

さて、もう少し長いスパンでマーケット全体を見渡すと、7～8月にかけて目立ったのが、日本株高、円高、債券高（金利低下）のトリプル高でした。経済原則から言えば株高は債券安（金利上昇）を伴うものなのですが、この2ヵ月を通じて株高と債券高が同時並行的に進んだことは注目に値します。理由はいくつかあります。

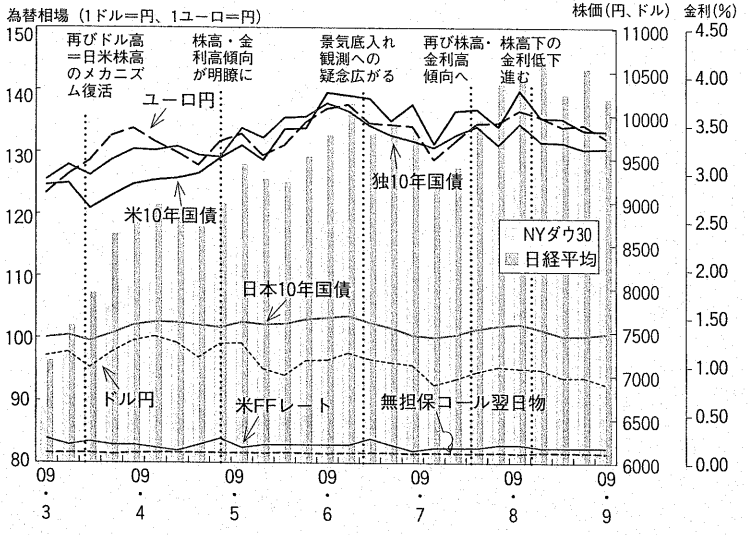
1つは、昨年9月半ばのいわゆるリーマンショック以降の株式の調整が深かったために、株式市場ではともすれば景気期待が先行しているのに対して、債券、為替市場ではデフレ懸念（イコール景気楽観論への修正）が優勢だったことです。一般に物価（インフレ、デフレ）データに対しては株式市場よりも債券市場のほうが敏感に反応する癖があります。これは、インフレ・デフレ動向に対して金融政策当局が微妙に政策を変化させることによって、債券市場は（株式市場以上に）大きな影響を受けがちだからです。

実際、図表2に見るとおり、日米ともにインフレ率は昨年の半ばをピークに加速度的に下落してきています。これは、世界的な景気後退による一次産品価格の下落が大きく響いているのですが、債券市場はこうしたデフレ経済が相当期間続くことを織り込む動きを示しているのです。

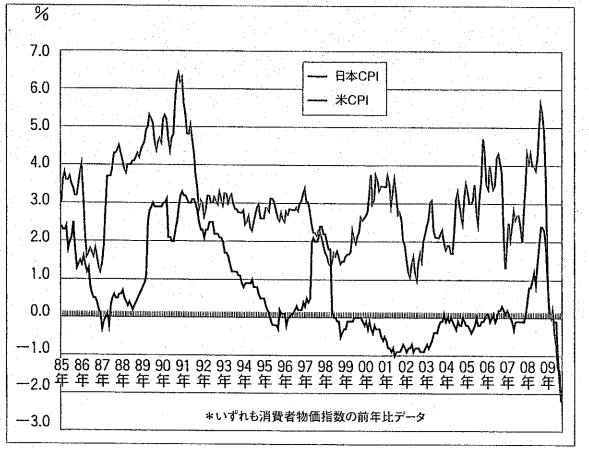
以上のような意味では現在の債券市場は、株式からの影響もさることながら、物価動向からの影響力を強く受けているとも言えます。

2つめは、現実問題として、債券市場においては中央銀行の国債買い入れオペレーションが本格化してきたことから、需給バランスが相当程度、需要超過に傾いたためです。銀行等貸出金融機関も貸出余力が余っており、債券への買い圧力が高まってきています。

図表1　内外の為替と株、金利の推移（2009年9月4日現在）




図表2　急速にデフレ傾向を強める日米の物価動向




今後の注目点

一、為替面では9月ということで、本邦企業などの決算を控えリパトリ（資金の本国回帰）による円高圧力高まるか？

二、民主党の政策指針の具体化がどうなるかに注目。