

2011年9月29日

広告審査番号 MFB155-110929

MSRC 審査番号 06-B-110929-04

米国経済ウォッチ (No.11-56)

米国マーケット概観 (2011年10月)

投資調査部 猿渡 英明

～当面はリスク回避的な相場展開が続く見通し～

マーケット総評

9月の米国マーケットは、8月のリスク回避的な流れを引き継ぎ、概して軟調な推移に終始した。但し、そのリスク回避的な動きが一段と強まっていったというわけではなく、マーケットはデイリー・ベースの材料に、リスク・オンとリスク・オフを繰り返す展開をみせた。その日々の材料として最も目立ったのが欧州債務問題であり、当月はギリシャ国債のデフォルト懸念が、スペインやイタリアへと波及するリスクや、欧州金融機関の損失懸念が金融システム不安につながるリスクなどが意識された。

10月のマーケットも引き続き、欧州債務問題を中心としたリスク材料を意識した展開が続き、なかなかリスク選好的にはなりづらいとみている。具体的には、株式市場は上下の変動を見せつつも横ばい圏で推移、長期金利は現状水準での低位推移を想定している。確かに、懸案のギリシャ向け融資（第6弾）や EFSF（欧州金融安定基金）の機能拡充などが決まることで、一時的に相場がリスク選好的に傾くことは十分に考えられる。しかし、こうした懸案事項をクリアーしたとしても、欧州債務問題の出口は一向にみえず、この先も超えるべき課題が多く残されている。

まず、ギリシャ向け融資（第6弾）が実行されたとしても、12月には次の融資（第7弾）が早くも必要となる。このための融資審査が11月後半辺りから始まるとみられるが、経済情勢が悪化するなか、ギリシャが融資を受けるための財政再建基準を楽にクリアーできるとは考えづらい。さらに言えば、10月中に実行されると予想される第6弾融資に関してさえ、ギリシャ国内が混乱するなかで、公務員や年金の削減といった新たな財政再建プランを成立させることは容易ではなかろう。こうした手続きに少しでも遅れが生じた場

合、マーケットはやはりネガティブな反応を示すであろう。

また、目下検討中のギリシャ向け第二次支援についても、難題が残されている。特に、足元は市況の悪化などを受け、民間が引き受けるべきギリシャ国債の損失率（ヘアカット率）を上方修正するべきであるとの声が出始めており、この場合、その負担を巡って再びスキームの見直しが始まる可能性がある。現時点で、これ以上の負担を民間部門が引き受けることが難しいとすれば、その分は公的負担が増すこととなろう。度重なる負担の増加に対し、果たして欧州各国が協調姿勢を維持できるのか不透明感が残る。

以上のような問題を抱えた状況で、マーケットが納得する答えは、①ギリシャ国債のデフォルト、②イタリア・スペインへの危機波及——に対して、十分なセーフティー・ネットが張られることであろう。しかし、これまでの経緯をふり変える限り、こうした課題に対して、欧州の対応はその都度、直前間際の土壇場の対策を繰り返すものであって、先手かつ十分な対策が打ち出されることはないであろう。とすれば、今後予想されるマーケット展開は、短期的にリスク・オンとリスク・オフを繰り返すボラタイルなものであって、一方的にリスク選好的に傾いていくことは難しいであろう。

今後、欧州債務問題が解決しない中で相場が好転していくとすれば、それはマーケットがリスク材料以上に、実体経済の回復に注目し始める時であろう。しかし、これについても年内にそうした状況が鮮明になるとは考えづらいため、やはり当面の間は慎重なスタンスでマーケットに臨まざるを得ないであろう。なお、年内は米国内での財政政策の行方にも注意が必要となる。現時点で、米国債の再格下げといったシナリオは描きづらいものの、政治に対する不信感がマーケットの一時的な重石になる可能性はあろう。

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

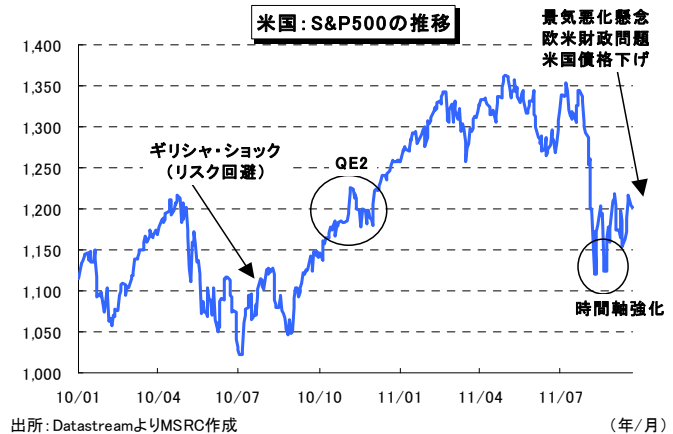
株式相場

米国株は、8月に入り大幅な調整をみせた。①ISM 指数の発表とともに、景気悪化懸念が広がったこと、②政府債務上限の引き上げを巡る議会の攻防を受け、政治の問題解決能力に疑念が深まったこと、③米国債が格下げされたこと一などが相まって、不安心理が増殖していったとみられる。しかし、その後FRBが8/9のFOMC会合において、低金利状態を維持する時間的な目安となる、いわゆる時間軸を強化したこともあり不安のスパイラルは一巡、株価の下落には一応、歯止めがかかった。しかし、その後も欧州債務問題を中心とするリスク材料に振られる変動の大きな展開が続いており、なかなか上昇トレンドへ回帰できない状況となっている。

通常であれば、株価が大幅に調整した後は、割安感の台頭とともに、行き過ぎた調整分を取り戻す動きがみられるであろう。実際、PERなどのバリューストック指標は、大幅な割安感を示している。しかし、バリュー面から素直に買いにいけないのが今の株式市場であり、引き続きリスク材料への警戒が必要となろう。特に、欧州債務問題については、10-12月期に乗り越えるべき課題が続くことは先に指摘した通りである。こうした状況に対して、欧州は常に土壇場の対応をみせるのではないのか。

さらに、年内は米国内の財政政策の行方についても注意が必要となろう。今後、米議会では、①オバマ雇用対策(American Jobs Act)、②12年度予算、③1.5兆ドルの財政赤字削減内容一などについて、民主・共和党間で話し合いを進める必要がある。しかし、大統領選挙を控えた両党の合意が、スムーズに成立していくとは現時点で考えづらく、現時点ですでに、12年度の暫定予算の審議が難航している。財政政策を巡る不透明感によって、マーケットのセンチメントが悪化する可能性には留意しておきたい。

以上を踏まえると、こうしたリスク材料への懸念を帳消しにするほどの実体経済の回復が鮮明になってこない限り、株価が明確に上昇トレンドを描く展開は想定しづらいのではないのか。景気に関しては、足元から緩やかに持ち直していくとみているが、その回復ペースがリスク材料への懸念を打ち消すほどまでに戻るのには、早くとも12年年央辺りになるのではないのか。



米国株は8月の急落後も軟調に推移。景気回復期待が高まるまでは、リスク回避の流れが続き上値の重い展開か。

米国: 株価見通し

	11/4Q	12/1Q	12/2Q	12/3Q
S&P (中央値)	1100~1250	1100~1275	1150~1300	1200~1350
(PER)	1.175	1.188	1.225	1.275
ダウ	11.9	12.1	11.0	11.4
ナスダック	10500~12000	10500~12250	11000~12500	11500~13000
	2400~2700	2400~2750	2500~2850	2600~2950

注: MSRC予想 出所: Bloomberg, Thomson ReutersよりMSRC作成

米国: 長期金利見通し

	11/4Q	12/1Q	12/2Q	12/3Q
レンジ	1.7~2.4	1.9~2.5	2.2~3.0	2.4~3.3
中央値	2.1	2.2	2.6	2.9
政策金利	0.0~0.25	0.0~0.25	0.0~0.25	0.0~0.25

注: MSRC予想 出所: FRB, BloombergよりMSRC作成

株式・債券市場ともに、当面は現状レンジでの推移を予想。引き続き欧州債務問題を意識した相場展開が続く見通し。

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものとつき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

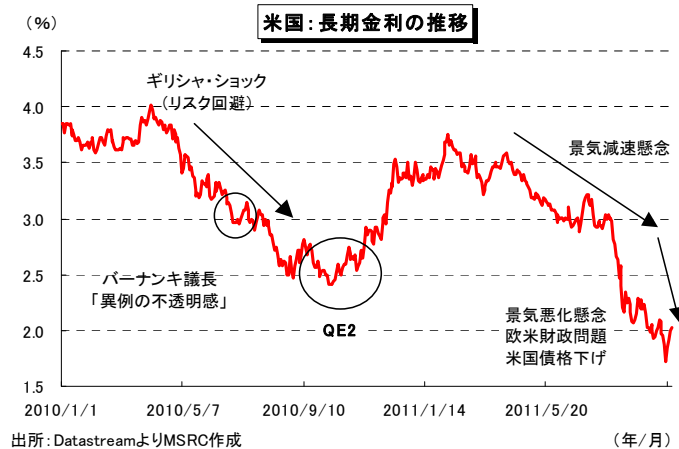
債券相場

8月に入り急落した米国の長期金利は、その後一段と低下し、直近は2%を下回る水準で推移している。景気悪化懸念が続く中、①FRBが追加の金融緩和と政策（時間軸の強化やツイスト・オペの実施）を決定したこと、②欧州債務問題などのリスク材料に対して、マーケットが全般的にリスク回避的になっていること一などが背景にある。

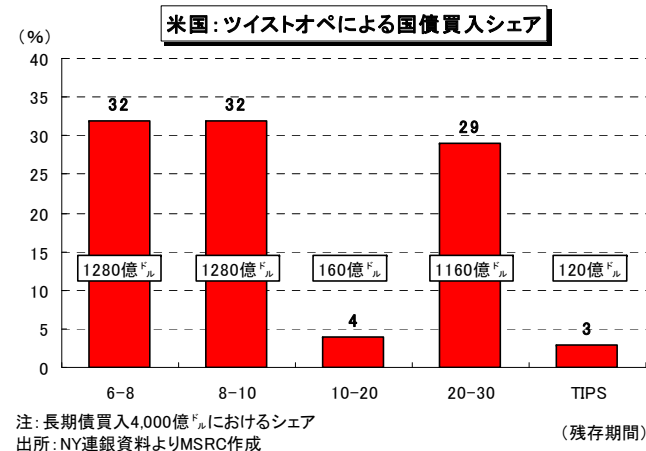
実体経済の回復ペースが緩慢に留まるなか、米金利は引き続き2%近辺での推移を続けることとなる。リスク回避的な相場展開が予想される上、何より注目されるのは、FRBによる追加緩和期待の継続であろう。FRBは9/20-21のFOMC会合で、景気の先行きに対して「強い下方リスク」を指摘、今後も追加緩和、すなわちQE3の是非について検討を続けることを示唆した。QE3期待が続く限り、長期金利は低位安定をメインシナリオとすべきであろう。

なお、QE3の有無を現時点で断定することは難しい。実体経済が仮に、FRBが予想する通り足元から緩やかに持ち直すとしても、マーケットの展開次第では、景気がさらに悪化していく可能性は十分に残されている。金融市場の混乱に対してFRBがとれる有力なオプションは、もはやQE3くらいではないか。しかし一方で、インフレ率は上昇傾向にあり、何より今回発表したツイスト・オペによって、FRBがマーケットをリスク選好的に傾けることができなかった点は憂慮すべき点であろう。FRBが量的緩和を実施する本音が、株価の押し上げにあるとすれば、QE3の実施によってFRBが期待する結果が得られるか疑問が残る。また、政治サイドからの圧力も無視し得ない。こうした中で、QE3の実施に対して、FRBが現時点で結論を出しているとは考えづらい。

以上から、長期金利は当面は2%近辺での推移となり、8月以降の調整分を取り戻し、3%を超えるような動きが出始めるのは、①景気回復期待が安定し、②QE3期待が後退していく、12年年央以降になるのではないかと。なお、米国内の財政問題が、長期金利に与える影響にも注意が必要となってくる。しかし、今後予定される財政論議の中では、いずれにしろ財政規律という軸が大きく変更される可能性は低く、その点には安心感がある。但し、政治に対する不信感が、再び格下げ懸念を引き起こすケースには要注意であろう。



米金利は景気悪化懸念や米国債の格下げなどを受け、2%手前まで低下。その後、追加の金融緩和期待や欧州債務問題などにより、2%割れとなっている。



FRBは短期債を売って、長期債を買う「ツイスト・オペ」の実施を決定。長期金利は若干の低下をみせている。

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

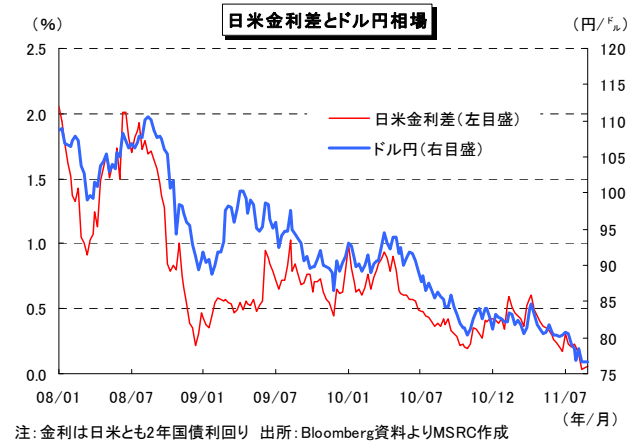
為替相場

為替相場を左右しているテーマも、やはり「リスク回避」であろう。リスク回避時の典型的なパターンは、ドル買い・円買い、そして円以外の非ドル通貨売りである。最近では、ユーロやポンドといった欧州通貨が売られる展開から、エマージング通貨までもが売られる流れとなっている。

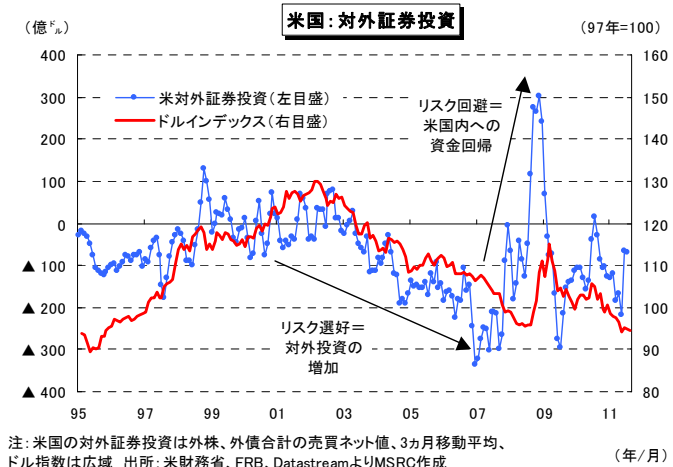
株式・債券市場と同様に、為替市場でも引き続きリスク回避的な相場展開がメインとなろう。こうした中では、明確な方向転換は難しく、通貨別の個別材料に単発的に反応する動きが精一杯ではないか。例えば、ユーロ圏や英国に関しては中央銀行による利下げ、ないしは追加緩和が早々に材料になる可能性がある。しかし、その時々で金融政策の変更などの材料がマーケットに変動をもたらしたとしても、相場のベースにあるのはあくまでもリスク回避の流れであろう。単発的な材料が一巡することによるショート・カバーもトレンドを変えるには力不足に終わる公算が大きい。

ドル円についても、当面は80円割れの円高基調が続くこととなろう。確かに、米国サイドの金利低下余地が徐々に限られてきた点や、為替介入期待が時に意識される中では、さらなる円高の動きが明確になる可能性は低いと考えられる。しかし、QE3期待が後退するには今しばらく時間がかかるとみられ、また、リスク回避的な資金フローが続く中では、常々、クロス円からの円高圧力が働きやすい状態が続くこととなる。以上を踏まえると、ドル円は当面の間、上値も下値も限られたレンジ内の展開が続くことにはなるのではないかな。ちなみに、対ユーロや対豪ドルなどのクロス円について、全般的に円高バイアスがかかるのは、米国からのリスクマネーが収縮することで、非ドル通貨が対米ドルで売られやすくなる結果であろう。

なお、この「リスク回避＝ドル高」という方程式（但し、ドル円を除く）は、やや長い目でドル相場を見通す上で参考になるのではないかな。概して、米国景気の回復が進んだ際にイメージされるのは、米株高や米金利上昇などを背景としたドル買いであろう。しかし、現行の相場展開を踏まえると、実際には対外投資が増える、すなわちリスクマネーが米国外に流れることで、ドル安に傾いていくことが予想されるのではないかな。◆



米金利の低下余地は限られてきているものの、QE3期待が後退するまでは、ドル円が上昇することは難しいであろう。



米国からのリスクマネーの増加がドル安（対円以外）を招くとすれば、必ずしも、米国景気の回復＝ドル高になるとは言い切れないであろう。

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようにお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750%〔税込み〕、最低2,625円〔税込み〕の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。