

# Money Market Monthly

マネーマーケットマンスリー

2020 1

No.334

**国内経済** ⇒ 減速傾向

**国内金利** ⇒ 0%を挟んだ展開

☆ 短期金利

**株式市場** ⇒ 上昇一服

☆ J-REIT

**外国為替** ⇒ 小幅に円安ドル高

☆ 米国金利

**日米主要経済指標、金利・株価・為替相場動向**

## マネーマーケットあらかると

### 子（ねずみ）年の株式相場

2019年の株式相場は、米中貿易摩擦の動向を受けて上下しながらも、年末にかけては米中関係改善期待等から上昇基調を強める展開になりました。2019年の干支「亥（いのしし）」と株式市場を結びつけた相場の格言で「固まる」とあるように、日経平均株価は米中貿易摩擦問題に振らされながらも、20,000円台を固める相場となりました。2020年の干支は「子（ねずみ）」です。

「子」は十二支中で第1番目の干支にあたり、子年の相場の格言は「繁盛」になります。格言通りであれば日経平均株価は、バブル崩壊後の高値（24,270円）を更新していく可能性があると思われます。過去の子年の日経平均株価の動きを見ても、戦後の干支別平均年間騰落率が十二支中で2位と好成績を収めています。ただ、直近2回の子年は、銀行の不良債権問題表面化（1996年）やリーマン・ショック（2008年）の年にあたり、年間パフォーマンスはマイナスとなっています。直近2回の子年のパフォーマンスは悪いものの、2020年は東京オリンピック開催による経済波及効果等も見込まれることから、株式市場上昇の流れが継続し、格言通り株式市場参加者にとって良い年になることを期待したいと思います。（森久保）

マネーマーケットマンスリーは経済、金利、為替、株価についての情報提供を目的として作成したもので、取引等の勧誘を目的としたものではありません。また、金融商品取引契約の締結の勧誘に使用するものではありません。

投資に関する最終決定は、お客さまご自身の判断で行うようお願い申し上げます。

(2019.12.24 作成)

資金証券部 TEL:042-526-7740

## 減速傾向

## 【日銀短観（19年12月調査）】

日銀短観は大企業から中小企業まで幅広い企業にアンケートを行ったもので、企業の景況感を把握できる指標である。19年12月調査の大企業製造業「最近」の業況判断は0（前回比▲5）、非製造業は+20（同▲1）となった。いずれも前回比で悪化し、製造業については、景気の良し悪しの境目となる0となった。大企業製造業の業況判断は、2013年6月調査以来の最低水準である。資本財の需要が減退している影響に加え、消費増税前の駆け込み需要の反動が全体を押し下げた可能性がある。

「先行き」の業況判断についても、概ね悪化傾向にある。ただし、製造業については「最近」から「先行き」にかけての変化が無いことから、業況の悪化傾向には底入れする兆しも見える。米中貿易協議の進展次第では、今後の回復も視野に入ってくるだろう。

## 業況判断DI

（「良い」-「悪い」%ポイント）

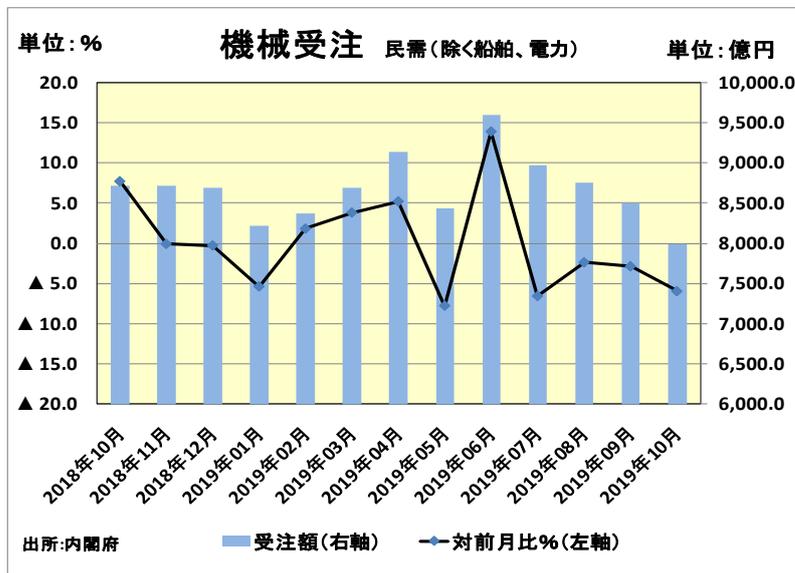
		19年9月調査		19年12月調査			
		最近	先行き	最近	先行き		変化幅
					変化幅	変化幅	
大企業	製造業	5	2	0	▲5	0	0
	非製造業	21	15	20	▲1	18	▲2
中堅企業	製造業	2	▲1	1	▲1	▲4	▲5
	非製造業	18	9	14	▲4	7	▲7
中小企業	製造業	▲4	▲9	▲9	▲5	▲12	▲3
	非製造業	10	1	7	▲3	1	▲6
全規模合計	全産業	8	2	4	▲4	0	▲4

（出所：日本銀行）

## 【10月機械受注統計】

民間設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は、前月比▲6.0%と4ヶ月連続で減少した。

業種別では、製造業は前月比▲1.5%と3ヶ月連続で減少し、非製造業（船舶・電力を除く）は前月比▲5.4%と2ヶ月ぶりに減少した。内閣府の基調判断は「足踏みがみられる」へ引き下げられた。製造業・非製造業ともに減少基調にあり、回復にはしばらく時間がかかりそうだ。



日銀短観では、全規模全業種で前回調査から悪化しており、景況感の減速が示された。機械受注においても減少基調にあることから、民間設備投資の先行きは慎重に見る必要がある。加えて消費増税前の駆け込み需要の反動を考慮すると、短期間で回復するハードルは高いだろう。一方で最大のリスク要因として意識されてきた米中貿易協議では、第一段階の合意に至った。更なる関税の引き上げなど、状況が悪化するリスクは大きく軽減しており、企業活動に好影響を与えそうだ。今後発表される経済指標などで、方向性を確認したい。（菊 地）

## 0%を挟んだ展開

【12月の動き】10年国債利回り変動レンジ ▲0.075%~0.010%

12月の国内長期金利は前月から上昇した。米中貿易協議において、第一段階の合意に至り、12月15日に予定されていた米国による追加関税引き上げが見送られた。米中関係のさらなる悪化懸念が後退したことから、米国株式市場が過去最高値を更新するなどリスク資産が堅調に推移したことも影響し、金利上昇圧力がかかった。3月6日以来、約9ヵ月ぶりにプラス圏まで金利上昇したが、国内機関投資家を中心にプラスの利回りの債券を購入する意欲が強く、金利上昇幅は限られた。

24日の10年国債利回りは0.000%と11月末の▲0.085%から0.085%上昇した。

【1月の見通し】予想レンジ 10年国債利回り ▲0.150%~0.080%

1月の国内長期金利は、0%を挟んだ展開を想定する。

2019年の1年間を通して市場で最大の関心事であった米中貿易協議が12月に第一段階の合意に至り、先行き懸念が後退しつつあることは国内長期金利に上昇圧力をかけると考えられる。また、12月19日に日本に先駆けてマイナス金利政策を実施していたスウェーデンの中央銀行が政策金利を0%まで引き上げたことは国内長期金利に上昇圧力をかけると思われる。スウェーデンでは、景気の下支えやデフレ回避のためにマイナス金利政策を実施していたが、家計債務が膨張するなどのマイナス金利政策の副作用が大きくなったことを背景に中央銀行が12月の会合で政策金利を0%まで引き上げた。マイナス金利政策を日本に先行して導入していた中央銀行がその副作用から最終的にマイナス金利政策を撤廃したことは日本でも今後同様にマイナス金利政策が撤廃される可能性があること意識を高めやすいだろう。そのため、国内長期金利に上昇圧力をかけると思われる。

ただ、日本国内を見ると銀行の収益低下などの副作用は顕在化しつつあるものの家計債務が膨張しているような副作用は出ていない。また、12月18日~19日に実施された日銀金融政策決定会合後に行われた黒田日銀総裁の会見では、「引き続き緩和方向を意識した政策運営を行っていくことが適当」とも述べていることから日本におけるマイナス金利政策の撤廃は早急には起こらないだろう。そのため、長期金利がプラス利回りの幅を大きくした場面では国内機関投資家を中心に債券が引き続き買われやすいと思われ、上昇幅は限定的となるだろう。



## 横ばい圏の推移

12月の短期国債市場において、国庫短期証券(TDB)3ヵ月物は、▲0.1%台の推移となった。

12月18日~19日に実施された日銀金融政策決定会合において、金融政策の現状維持が決められた。今後も物価動向等に大きな動きがなければ金融政策に大きな変更はないと思われるため、現状の水準から大きく外れて推移しにくく横ばい圏の推移が継続するだろう。(山口)



# 上昇一服

## 【12月の動き】

12月の株式相場は上昇した。月初は、米国の対中追加関税の発効期限を15日に控える中、もみ合いで推移した。ただ、中旬以降は、米中が「第1段階」の貿易合意に至り、対中追加関税が回避されたことや、英国総選挙で与党・保守党が勝利し「合意なきEU離脱」への懸念が後退したことなどから、買い安心感が広がり、堅調に推移した。

24日の日経平均株価は23,830円と、11月末から536円の上昇となった。

## 【1月の見通し】

1月の株式相場は上昇が一服する展開を予想する。米国株は最高値の更新を続け、日経平均株価もバブル経済崩壊後の最高値をうかがう展開にあり、米中が「第1段階」の貿易合意に達したことをきっかけに、株式市場では楽観的なムードとなっている。

一方、日本の企業業績は半導体市況などで底入れの兆しがある半面、自動車関連や工作機械など多くの製造業では依然低迷が続いている。また、消費増税に伴う悪影響も懸念され、今期の企業業績は減益が見込まれている。こうした中、足元の株高は来期の業績回復を見据えた期待先行の側面が強いと思われる。バリュエーション面では、日経平均株価のPER（株価収益率）を見ると24日時点で14.4倍と2018年春以来の高水準にあり、割高感が意識されはじめている。そのため、日本株が上昇基調を維持していくためには、今後は企業業績が市場の期待に応える必要があるだろう。しかし、先述のとおり、今のところ、明確には企業業績の底打ちを確認できないため、目先は利益確定売りに押されるものと思われる。

予想レンジ 日経平均株価 22,500円 ~ 24,600円



## J - R E I T

# もみ合い

## 【12月の動き】

12月の東証REIT指数は下落した。国内外の長期金利上昇を背景に、月初から売りが優勢で推移した。その後も、米中対立の過度な警戒感が和らぎREITから株式市場へ資金がシフトしたことや、金利上昇が続いたことなどから、軟調に推移した。

## 【1月の見通し】

1月の東証REIT指数はもみ合いでの推移を予想する。国内外の金利上昇を背景に、分配金利回りの高さを支えにしたREITの投資妙味がやや薄れているため、金利の上昇一服が確認されるまでは、利益確定売りが出やすいものと思われる。一方、11月の東京都心5区のオフィスの空室率は1.56%と過去最低水準を更新し、賃料も71カ月連続で上昇するなど、好調なオフィス市況が続いている。そのため、金利上昇の動向と良好なファンダメンタルをにらみながら、売り買いが交錯する展開になるとと思われる。（清野）



# 小幅に円安ドル高

【12月の動き】

12月のドル円相場はもみ合いの展開となった。月初に発表された米経済指標が市場予想に反して悪化したことなどから円高ドル安が進行し、月の初めは108円台後半で推移した。その後は米中貿易協議が第一段階の合意に至り、12月15日に予定されていた対中関税引き上げが回避されたことで、円安ドル高の展開となった。ただ、前月末水準の109円50銭前後からはもみ合いとなり、月を通して横ばい圏での推移となった。

24日現在のドル円相場は109円39銭、ユーロ円相場は121円27銭となった。

【1月の見通し】

1月のドル円相場は円安ドル高の展開を想定する。

米中貿易協議が第一段階の合意に至り、先行きの不透明感が払拭されたことで米国株式を中心としたリスク資産は堅調な推移となっており、今後も円安ドル高を支える材料となるだろう。

また、米経済指標についても労働市場や住宅関連市場を中心に堅調な推移となっている。今後もこのような環境が続けば、米国経済の減速懸念が後退し、円安ドル高に推移しやすい環境となるだろう。

ただし、FRB（米連邦準備制度理事会）は政策金利を現行の水準で据え置く方針を示している。日銀の金融政策についても現状維持の可能性が高いことから、日米金利差が大幅に拡大することは想定しにくく、ドル円相場の変動も限定的となり、小幅な推移に留まるだろう。



予想レンジ	ドル円相場	107.50円～112.00円
	ユーロ円相場	119.50円～124.00円

# 緩やかな上昇

【12月の動き】

12月の米国長期金利は上昇する展開となった。米中貿易協議が第一段階の合意に至ったことや雇用統計などの米経済指標が市場予想を上回る展開となったことから、米国経済の減速懸念が後退し、金利は上昇基調で推移した。

【1月の見通し】

1月の米国長期金利は上昇する展開を想定する。

米中貿易協議などの外部要因が落ち着きを見せていることから、米国株式を中心としたリスク資産に資金が流入しやすく、米国金利には上昇圧力がかかるだろう。ただし、12月のFOMC（連邦公開市場委員会）の際に、パウエル議長は「金融政策の現在のスタンスは今後も適切である公算が大きい」と発言しており、FRBが近いうちに利上げに転じる可能性も低く、大幅な金利上昇も想定しにくいことから、上昇ペースは緩やかとなるだろう。（池上）



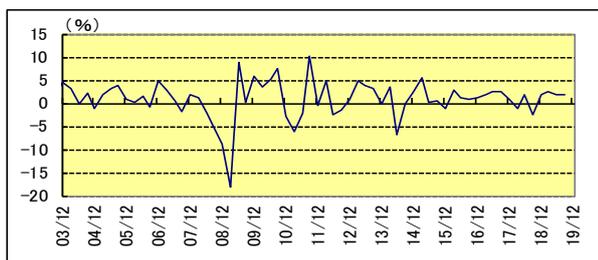
予想レンジ	10年国債利回り	1.80%～2.15%
-------	----------	-------------

# 日米主要経済指標

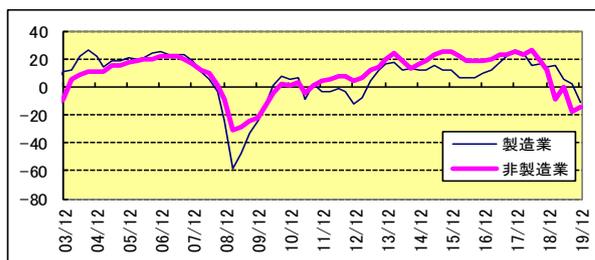
2019年12月24日 現在

## (1) 国内経済指標

① 実質GDP (前期比・年率) [出所: 内閣府]



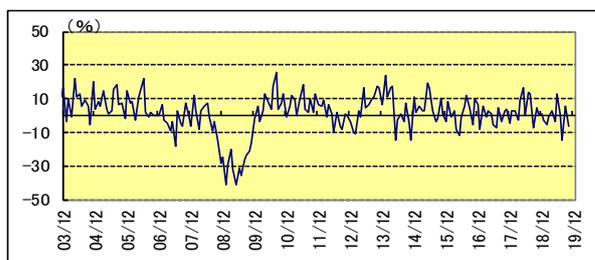
② 日銀短観・大企業業況判断DI [出所: 日本銀行]



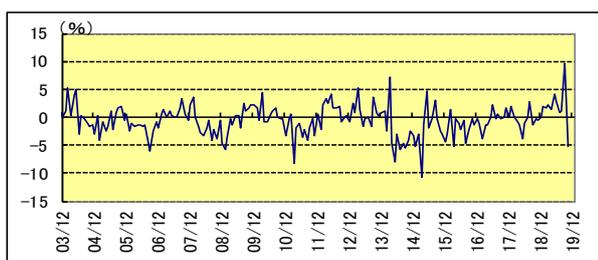
③ 鉱工業生産指数 (前年比) [出所: 経済産業省]



④ 機械受注統計 (前年比) [出所: 内閣府]



⑤ 家計調査・2人世帯支出 (前年比) [出所: 総務省]

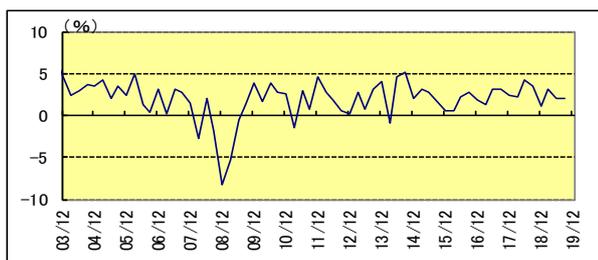


⑥ 完全失業率 [出所: 総務省]

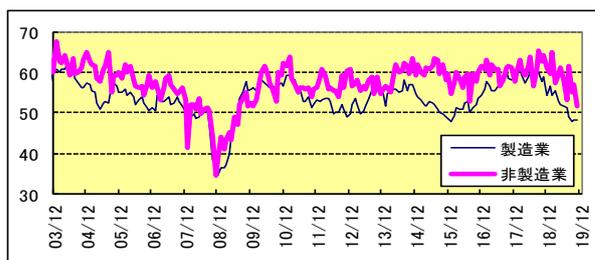


## (2) 米国経済指標

① 実質GDP (前期比・年率) [出所: 米商務省]



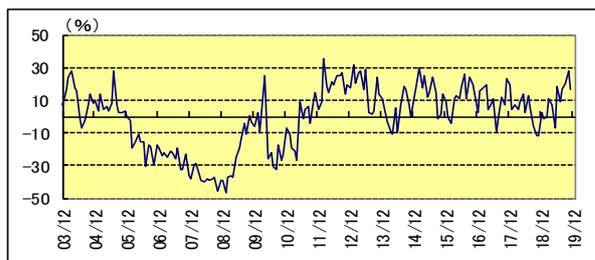
② ISM景況感指数 [出所: 全米供給管理協会]



③ 非農業部門雇用者数 (前月比増減) [出所: 米労働省]



④ 新築住宅販売 (前年比) [出所: 米商務省]



2019年12月24日 現在

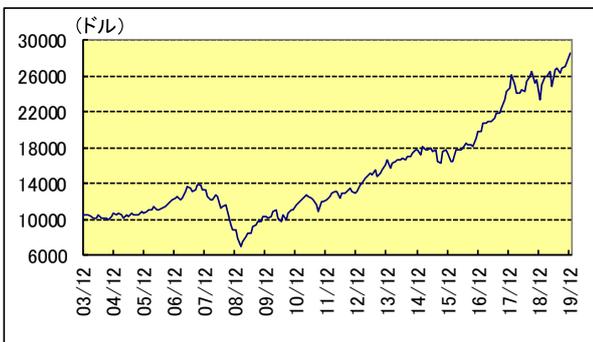
① 日経平均株価



② 10年国債利回り



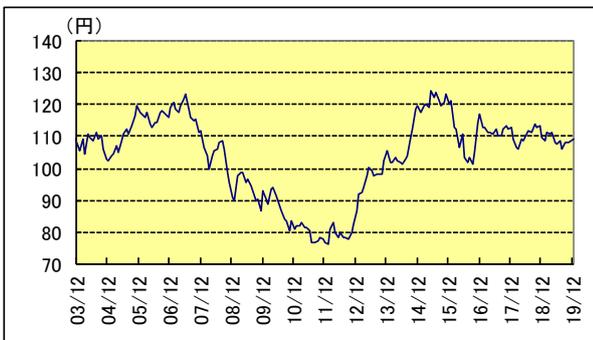
③ NYダウ平均株価



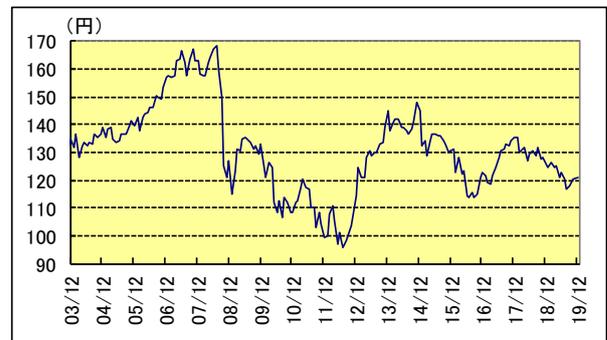
④ 米国10年国債利回り



⑤ 為替 ドル円相場



⑥ 為替 ユーロ円相場



⑦ 為替 豪ドル円相場



⑧ NY WTI原油先物 (1バレル)

