

週刊マーケットレター(2010年3月8日週号、No.312)

2010年3月7日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	3月5日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	90.25(88.90)	89.25	90.55
ドルユーロ	1.3620(1.3630)	1.3675	1.4855
ドルポンド	1.5145(1.5245)	1.5625	1.6445
スイスフランドル	1.0745(1.0735)	1.0735	1.0175
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.25000(0.25313)	0.25500	0.28375
米国	0.25363(0.25169)	0.24969	0.25656
ユーロ	0.59813(0.60125)	0.60125	0.68125
スイス	0.24833(0.25000)	0.25000	0.25333
長期金利(10年債)			
日本	1.305(1.300)	1.355	1.285
米国	3.68(3.61)	3.56	3.34
英国	4.05(4.03)	3.88	3.70
ドイツ	3.14(3.09)	3.10	3.23
株 式			
日経平均株価	10368.96(10126.03)	10057.09	10022.59
TOPIX	910.81(894.10)	891.78	889.58
NYダウ	10566.20(10325.26)	10012.23	10388.90
S&P500	1138.70(1104.49)	1066.19	1105.98
ナスダック	2326.35(2238.26)	2141.12	2194.35
FTSE100(英)	5599.76(5354.52)	5060.92	5322.36
DAX(独)	5877.36(5598.46)	5434.34	5817.65
商品市況(先物)			
CRB指数	276.93(274.77)	258.55	273.87
原油(WTI、ドル/バレル)	81.50(79.66)	71.19	75.47
金(ドル/トロイオンス)	1134.8(1118.3)	1052.5	1168.8

■ 追加緩和策でも貸出は伸びない

「日銀が追加緩和策を検討」の報道を受け、週末の株価は前日比 200 円以上上昇した。昨年 12 月 1 日、日銀は新型オペを発表したが、市場はそのときと同じ反応を示した。今回のオペは固定金利で年 0.1%と金利は同じだが、貸出期間は倍の 6ヵ月に延ばし、規模も拡大する方針。金融機関は 0.1%で借りることができるので調達しやすくなるが、貸出が減少し、すでに預金を持て余しているため、借入の条件を緩和したからといって、貸出が伸びるわけではない。激しいデフレ下にある経済環境では、個人も企業も負債の負担が自然に増える借金を現状以上に借りるようなこ

とはしないだろう。家計や企業を問わずできるかぎり、借入は返済し身軽になりたいのが本音だと思う。そうしなければ、デフレ経済を生き抜いていくことができないからだ。

日銀当座預金の伸び率低下につれて、2月のマネタリーベースは前年比 2.2%に鈍化してきた。昨年4月の 8.2%の高い伸びからみるみる低下し、新型オペも効果を上げているとはいえない。特に、日銀券発行高は1月までの3ヵ月連続の前年割れからプラスに転じたものの、0.1%の微増であり、マネー需要は弱い。家計や企業に 0.1%で貸し付けるのであれば、需要はでてくるかもしれないが、銀行がピンはねし高い金利で貸すことになれば、需要は萎んでしまう。

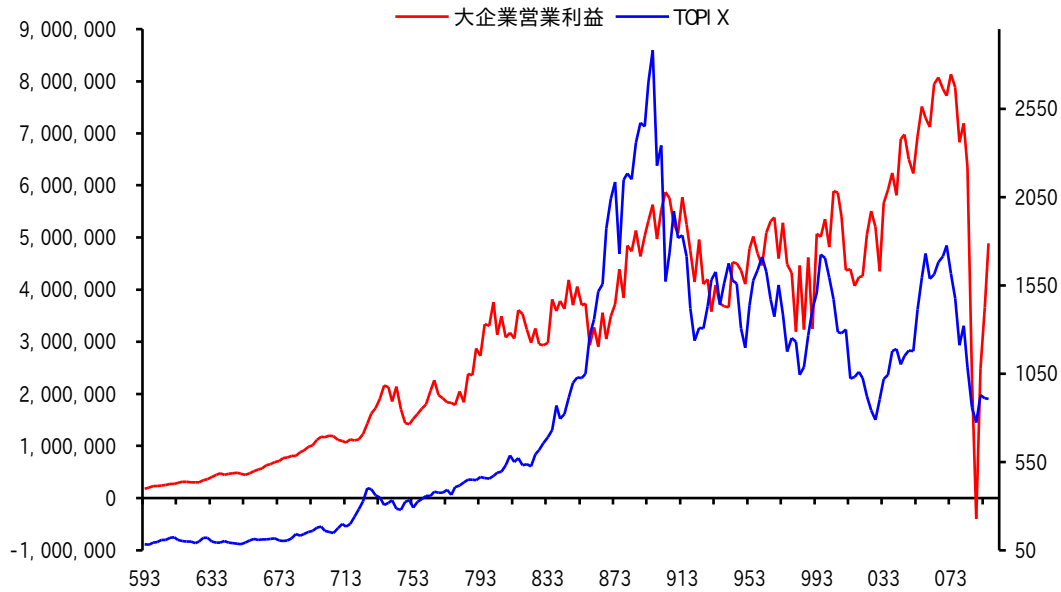
非生産者である大銀行が豪華な本支店を構え、高給を取る仕組みは、90年代のバブル崩壊後もまったく改められていない。金融業のようなマネーの仲介者が、ものやサービスを供給している業種よりも高い利益や給与を得るという不思議な現象があたりまえのように続いている。高コストを是正すれば、貸出金利を下げるができるだろう。高コストの銀行は倒産しかねないような金融機関の競争が働く仕組みを作らねばならない。

90年代の半ば以降 15年もの長期間、国民は利息に期待することができなくなった。金融機関はほとんど無きに等しい利息しか払わず、ほぼコストゼロで入手した資金を貸し出し、利益を稼いだのだ。デフレ経済では現金選好が強まるため、利息は期待できないけれども、預金はする。貸出は減少するため、金融機関の資金運用は国債しかない。日銀は買いオペで金融機関保有の国債を買い取り、日銀券を発行する。

1月の「家計調査」によれば、勤労者世帯の可処分所得は前年比-1.9%と8ヵ月連続の前年割れである。消費支出は横ばいとなり7ヵ月連続のマイナスがやっと止ったが、自動車・液晶テレビ等の耐久消費財への支出拡大によるものであり、全体的には引き締め姿勢に変わりはない。平均消費性向は前年比 1.7ポイント増とこれで前年比プラスは6ヵ月連続である。可処分所得の減少下で、消費を維持するために平均消費性向は上昇している。見方をかえれば、貯蓄性向は低下しており、家計の貯蓄力は徐々に衰えている。貯蓄額は少なくなる一方、高齢者の急増により、貯蓄の取り崩しが進行するだろう。昨年9月末、家計は 747兆円の預金を保有しているが、今後、預金は減少し、金融機関の国債購入余力は低下するだろう。

■ 企業利益のピークは近い

業績(四半期、100万円)と株価(四半期末、右目盛)



出所: 財務省

昨年10-12月期の法人企業統計によると、売上高は前年比3.1%減と3四半期連続でマイナス幅は縮小した。営業利益は73.9%と過去最大の伸び率となり、07年7-9月期以来9四半期ぶりのプラスだ。売上高は減少したが、売上原価は5.9%減と売上高以上に減少し、売上高営業利益率は3%、前年比1.3ポイント改善した。売上原価は前年比で16.3兆円削減されたが、内容についてははっきりしない。人件費は1.2兆円削減されただけであり、労務費だけではたいしたことではない。材料費の棚卸の減少などによるコスト削減効果が大きかったのではないだろうか。

輸出の拡大により、製造業の回復が著しく、全産業営業利益は前年比4.2兆円増加したが、その6割強は製造業が稼いだ。輸出の回復が製造業の生産を引き上げ、収益率の大幅改善に繋がった。1月の輸出も前月を上回っているため、生産は拡大を続けていると考えられる。1-3月期の鉱工業生産は前期比4.6%増と予想されており、製造業の収益はさらに拡大するだろう。ただ、大企業製造業だけを取り上げても営業利益の水準は依然低く、07年10-12月期の半分以下である。

昨年10-12月期、営業利益は過去最大の伸びをみせたが、昨年12月末のTOPIXは9月末比0.2%減だ。昨年1-3月期を底に回復する道筋が見えたところで、株価は上昇してしまったのかもしれない。さらに07年7-9月期に付けた過去最高益まで戻ることはなく、ITバブル期のピークを目標にするならば、営業利益の伸びは後20%程度と予想され、そうした利益のピークに近いことも、株価に影響しているように思う。