

週刊マーケットレター(2010年3月29日週号、No.315)

2010年3月28日

曾我 純

■主要マーケット指標

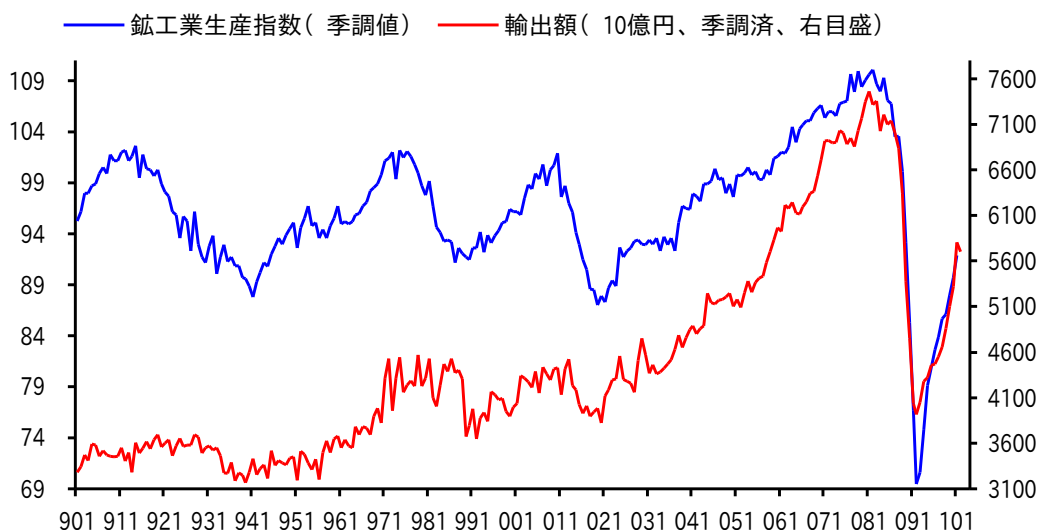
| 為替レート | 3月26日(前週) | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
|-------------------|--------------------|----------|----------|
| 円ドル | 92.50(90.50) | 88.90 | 91.55 |
| ドルユーロ | 1.3410(1.3525) | 1.3630 | 1.4380 |
| ドルポンド | 1.4890(1.5015) | 1.5245 | 1.5955 |
| スイスフランドル | 1.0665(1.0605) | 1.0735 | 1.0380 |
| 短期金利(3ヵ月) | | | |
| 日本 | 0.24250(0.24125) | 0.25313 | 0.27750 |
| 米国 | 0.28875(0.27750) | 0.25167 | 0.25063 |
| ユーロ | 0.58063(0.58375) | 0.60125 | 0.66563 |
| スイス | 0.24667(0.24833) | 0.25000 | 0.25167 |
| 長期金利(10年債) | | | |
| 日本 | 1.375(1.360) | 1.300 | 1.270 |
| 米国 | 3.84(3.69) | 3.61 | 3.80 |
| 英国 | 4.02(3.95) | 4.03 | 3.99 |
| ドイツ | 3.15(3.11) | 3.09 | 3.33 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 10996.37(10824.72) | 10126.03 | 10494.71 |
| TOPIX | 966.72(948.93) | 894.10 | 909.39 |
| NYダウ | 10850.36(10741.98) | 10325.26 | 10520.10 |
| S&P500 | 1166.59(1159.90) | 1104.49 | 1126.48 |
| ナスダック | 2395.13(2374.41) | 2238.26 | 2285.69 |
| FTSE100(英) | 5703.02(5650.12) | 5354.52 | 5402.41 |
| DAX(独) | 6120.05(5982.43) | 5598.46 | 5957.44 |
| 商品市況(先物) | | | |
| CRB指数 | 267.32(272.63) | 274.77 | 280.92 |
| 原油(WTI、ドル/バレル) | 80.00(80.68) | 79.66 | 78.05 |
| 金(ドル/トロイオンス) | 1104.2(1107.4) | 1118.3 | 1104.1 |

■ 輸出の拡大が途切れ交易条件が悪化するなかでの株高

先週末、日経平均株価は7週連続上昇し昨年来高値を更新した。週央に発表された2月の輸出(季節調整値)が前月比1.7%減と12ヵ月ぶりのマイナスになったことなど何処吹く風である。今年度下期の企業業績の回復は偏に製造業に依存しており、非製造の下期への貢献は期待できない。製造業の業績がこれほど急速に戻しているのは、輸出が急回復しているからだ。2月の輸出額は5.12兆円、前年を1.6兆円上回っており、これが、製造業の稼働率を高め、収益を引き上げているのである。2月の輸出額は前年比45.3%増加したが、化学製品、非鉄、ベアリング、半導体、自動車

等の伸びは総額をはるかに上回った。他の事情が変わらなければ、輸出が伸びれば製造業の利益は自動的に拡大する。だが、その輸出に黄信号が点りはじめたことは、これまでのような楽観的

生産と輸出



出所：経済産業省、財務省

な見通しだけで、製造業の先行きを判断することはできないことでもある。

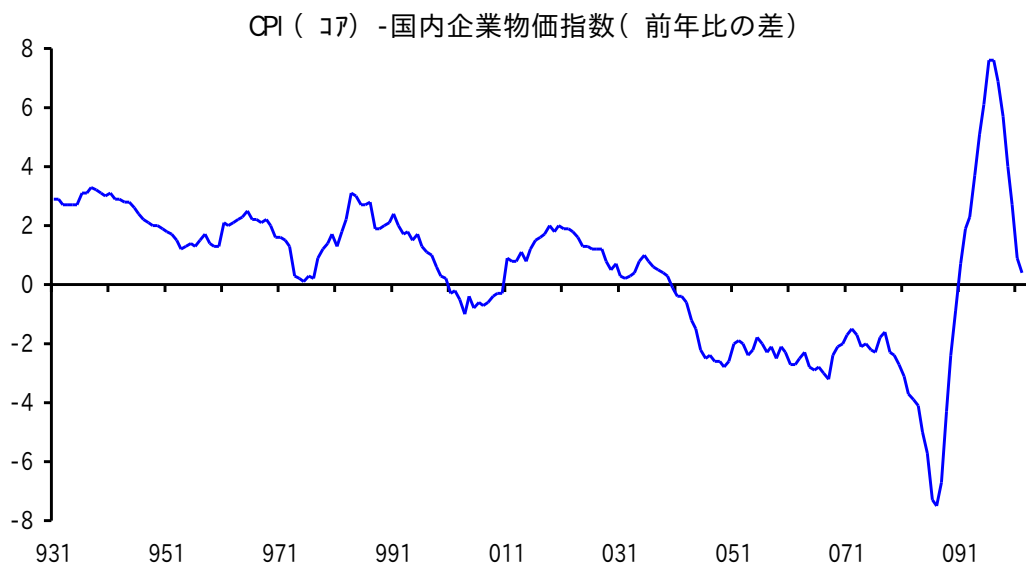
2月の総合消費者物価指数は前年比 1.1%低下し、マイナス幅は4ヵ月連続の縮小となった。食料・エネルギーを除く指数(コア)も同じ 1.1%の低下だが、前月より 0.1 ポイント縮小しただけである。食料もマイナスだが、光熱、家庭用耐久財、教養娯楽用耐久財などの下落が著しく、需要の減少により、物価が下落していることが窺える。

他方、昨年8月、国内企業物価指数は前年比 8.5%も下落していたが、6ヵ月連続してマイナス幅は縮小、2月は 1.5%減となった。消費者物価指数(コア)はマイナス幅が拡大した状態が続いている半面、国内企業物価指数の下落率が縮小することは、企業にとって嬉しいことではない。

消費者物価指数(コア)から国内企業物価指数を引いた数値(前年比の比較)は昨年8月、7.6 ポイントに拡大した後、今年2月には 0.4 ポイントまで縮小した。昨年までは交易条件はプラスに効いていたが、今年に入りプラスの効果は薄れてしまい、このまま推移すれば企業収益にマイナスに影響してくるだろう。先週末の日経商品指数 17 種は前年比 20.8%も上昇しており、企業の原材料費は確実に上昇し、原材料コストはこれまでのように収益の拡大要因から縮小要因へと変わりつつある。

輸出に黄信号が点り、交易条件がプラスからマイナス要因に変わろうとしているとき、株価は昨年来高値を更新した。予想株価収益率は 32 倍を超えており、どのように考えてみても理屈に合わない。来期の利益が2倍に急増したとしても予想株価収益率 16 倍である。世界の株式を見回して

みても、30倍を超えている国は稀であり、主要国では10倍台である。経済成長率の長期トレンドは一貫して低下し続けており、向こう10年の成長率はマイナスになるだろう。こうした経済環境のな



出所：総務省、日銀

かで、予想株価収益率が突出して高いことはなにを合意しているのだろう。

円ドル相場は週間、2円の円安ドル高となり、週末値では1月第1週以来の円安となった。ユーロドル金利が上昇する一方、円金利(3ヵ月物)は低下し、ドルの魅力が増しつつある。ドルユーロ相場は09年5月第1週以来のドル高ユーロ安だ。EU首脳会議でギリシャ支援に合意したものの、経済状態が異なる国をECBの金融政策で望ましい方向に誘導することは不可能であり、今後、同様の問題が発生するのは不可避だ。

ソビエト崩壊、ドイツ統一、東欧の欧州へ一体化などの過程で、さまざまな特需が発生し、欧州経済は拡大をみせた。だが、そうした特需が一巡すれば、成長は低下し、成長が低下すれば、いままで見えなかった矛盾や醜さが露わになる。特需により不動産バブルが発生していたことが、欧州経済をより深く傷つけ、経済の回復を遅々としたものになっている。

昨年10-12月期の実質GDPは米国の前期比1.4%増に対してユーロ圏は0.1%、日本は0.9%とバブルの震源地である米国を下回った。こうした成長の違いが顕著になると、それが通貨に反映されるのは必定である。日本経済の構造的劣化やユーロ安につれて、対ドルで円もじり安になるだろう。円安ドル高が進行すれば、利益の最大の源泉である輸出が期待できる。市場関係者はそのようなシナリオを描いているのだろうか。