

## 週刊マーケットレター(2010年7月5日週号、No.328)

2010年7月4日

曾我 純

### ■主要マーケット指標

<b>為替レート</b>	7月2日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	87.75(89.20)	92.15	94.60
ドルユーロ	1.2565(1.2370)	1.2250	1.3505
ドルポンド	1.5205(1.5065)	1.4645	1.5205
スイスフラン/ドル	1.0645(1.0925)	1.1545	1.0620
<b>短期金利(3ヵ月)</b>			
日本	0.24500(0.24563)	0.24250	0.24125
米国	0.53363(0.53469)	0.53750	0.29150
ユーロ	0.72688(0.67375)	0.63750	0.57563
スイス	0.11000(0.11000)	0.09333	0.24667
<b>長期金利(10年債)</b>			
日本	1.095(1.145)	1.265	1.355
米国	2.98(3.11)	3.34	3.93
英国	3.34(3.37)	3.55	3.92
ドイツ	2.56(2.61)	2.65	3.08
<b>株 式</b>			
日経平均株価	9203.71(9737.48)	9603.24	11286.09
TOPIX	830.98(867.30)	870.05	989.39
NYダウ	9686.48(10143.81)	10249.54	10927.07
S&P500	1022.58(1076.76)	1098.38	1178.10
ナスダック	2091.79(2223.48)	2281.07	2402.58
FTSE100(英)	4838.09(5046.47)	5151.32	5744.89
DAX(独)	5834.15(6070.60)	5981.20	6235.56
<b>商品市況(先物)</b>			
CRB指数	254.48(265.61)	252.94	276.43
原油(WTI、ドル/バレル)	72.14(78.86)	72.86	84.87
金(ドル/トロイオンス)	1207.4(1255.8)	1220.6	1125.1

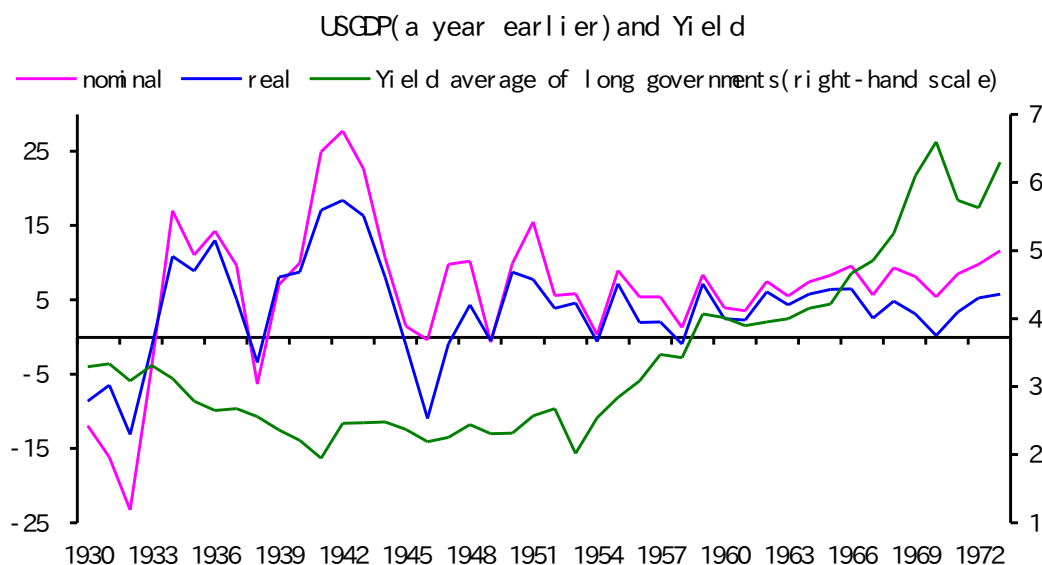
### ■ 米バブルの膿が出尽くすまで続く利回りの低下

先週発表の日米の経済指標は景気の先行きに不安を感じさせる内容であった。その前の週にも米国の住宅統計に減税切れの影響が顕著にあらわれ、日本の貿易統計も前月比減となるなど、これまで景気を支えていたところが失速してきた様子が明らかになってきた。米国も消費者信頼感指数の大幅低下や製造業景況感の後退、さらに雇用の勢いのなさ等の弱い指標が相次いだ。ここまではっきりと景気不透明のシグナルが点れば、株式売り、債券買いの姿勢が強まるのは当然である。

日経平均株価は4月のピークから約 2,000 円、NY ダウは約 1,500 ドルそれぞれ下げた。他方、

日本の国債利回りは 1.0%を目指すほどに低下し、米国は 09 年 4 月以来の 3.0% 割れとなった。いずれも金利の歴史に残る記録的な低利回りといえる。

1930 年代の米大恐慌でも利回りは大幅に低下したが、2% 台に低下したのは 1934 年であり、経済成長率が 2 桁のマイナスになったからといって、直ちに、国債利回りが急低下したのではない。その後も低下し続け、1940 年には 1% 台にまで下落した。大恐慌から抜け出し正常な経済に戻るに



は長期の時間を必要とすることが、国債利回りから窺い知ることができる。

今回の米国の不動産大不況も数年で治癒するような病ではなく、5年以上の時間を要するのではないか。景気は在庫調整などで一時的に回復したが、实体经济には病巣が残っており、その部分を根絶しなければ再び経済は下降していくことになる。5月の住宅販売の落ち込みは、不動産バブルが弾けきっていないことを裏付けており、モーゲージ残高がピークからそれほど減少していないことは、实体经济から依然不釣り合いなほど、家計がモーゲージを保有していることを示している。

1933 年、米国はニューディール政策で景気回復を図るが、効果は限定的で国債利回りは低下基調を変えることはなかった。1933 年の米名目 GDP は 1929 年の約半分に落ち込んでしまい、1929 年を越えたのは第 2 次世界大戦開始後の 1942 年であり、元に回復するには 12 年掛かった。実質 GDP は 7 年後の 1936 年に 1929 年を越えたけれども、それは 1933 年まで物価が大幅に下落するデフレの嵩上げによるものであり、実質が回復したからといって景気が本当に良くなったわけではない。1934 年以降も物価の上昇は緩やかであり、1938 年、1939 年には再びマイナスに陥り、実際にデフレから抜け出すことができたのは第 2 次世界大戦に突入してからである。

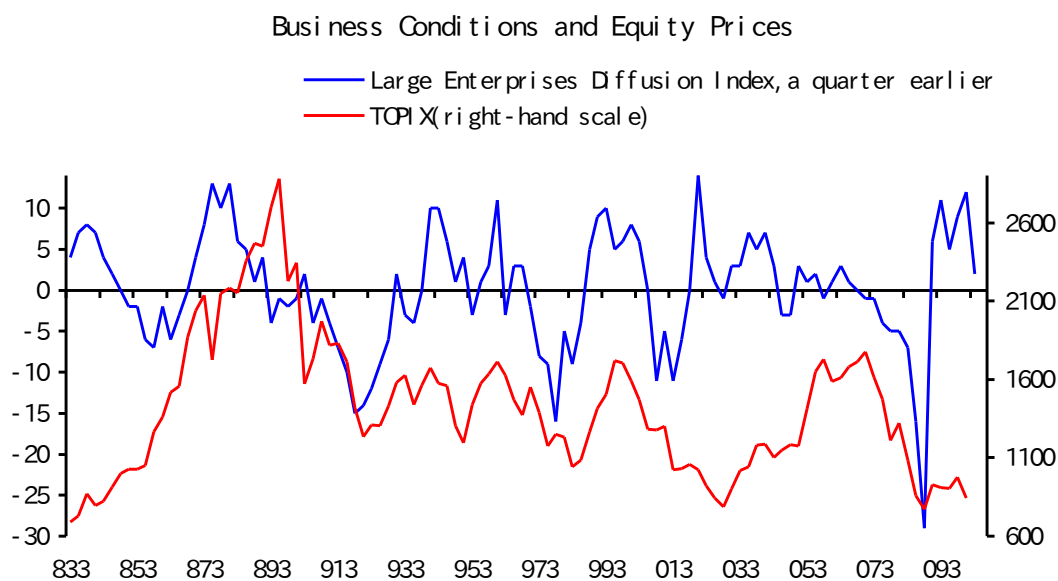
米国債利回りの上昇はデフレが収束したことを確認してからということになるが、それでも上昇力はきわめて緩慢であり、2% 台の低い水準は 1955 年まで続き、年平均で 3% を超えたのは 1956

年である。1955年までの20年間、米国債利回りは3%未満の低い状態が続いたのである。

こうした米大恐慌後の米国経済と国債利回りの動きを検討してみると、米不動産大不況がかなりの確度で終息したといえるまでは、長期間、国債利回りは低い水準で推移する可能性が高いということである。経済成長率が正常なところまで回復したとしても、不動産バブルの膿が出尽くすまでは、国債利回りはなかなか本格的に上昇するところまでいかないかもしれない。10年毎の米名目経済成長率(年平均)は1970年代の10.0%から2010年までの10年は4.0%に低下する見通しであり、2020年まではさらに減速するだろう。こうした成長力の衰えも国債利回りの低下を促しているように思える。

## ■ 増益率のピークアウト感が株売り・債券買いを促す

日本の国債利回りはすでに13年間も2.0%以下の水準にある。2010年までの10年間の名目経済成長率がマイナス0.6%になることを勘案するならば、現状1%程度の利回りも下がりすぎとは



source: BCI

いえない。すでに経験しているが1%以下に下がることは、なにも不思議なことではない。

5月の小売業や卸売業の販売額は前年比2.8%、0.7%といずれも前月の伸びを大幅に下回った。しかも、拡大しているのは自動車や燃料などの一部の業種に偏っており、これらの業種が不振に陥れば、プラスからマイナスへの変化は速いだろう。輸出減に連動して鉱工業生産も5月、3カ月ぶりの前月比減となった半面、在庫と在庫率はいずれも2カ月連続増となり、国内需要の不振などで思うように、ものがでていないようだ。1-3月期の生産は前期比7.0%増加したが、4-6月期は1.9%の伸びに低下するだろう。『家計調査』によれば、5月の勤労者世帯の可処分所得は前年を6.2%も下回った。これでは消費が伸びるわけがない。

6月調査の『短観』の業況判断は大企業で12ポイント改善したが、先行きは2ポイントの改善にとどまっている。経常利益見通しも大企業では、10年度上期の39.7%に対して下期は10.5%に鈍化する。特に、製造業の下期は2.7%と昨年度並みの水準にとどまると予想している。経常利益の伸びは09年度下期がピークとなり、伸び率はどんどん低下している。そのようなときには株式の魅力はなくなる。最近の経済指標に基づけば、短観の上期経常利益予想は下方修正されるだろう。下方修正を予想させるような指標が公表される度に、株式は大量の売りを浴びるだろう。