

週刊マーケットレター（07年3月5日週号）

2007年3月4日

曾我 純

主要マーケット指標

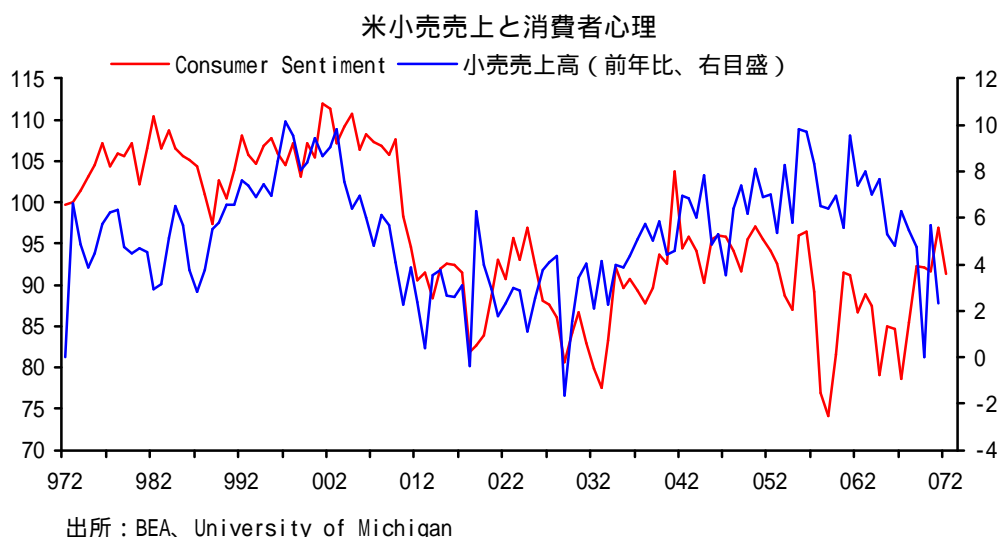
為替レート	3月2日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	116.80(121.05)	121.10	115.40
ドルユーロ	1.3190(1.3165)	1.2955	1.3335
ドルポンド	1.9435(1.9635)	1.9675	1.9795
スイスフランドル	1.2165(1.2335)	1.2475	1.1935
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.72063(0.66313)	0.53375	0.51625
米国	5.34625(5.36000)	5.36000	5.36563
ユーロ	3.86000(3.84513)	3.78917	3.63913
スイス	2.22417(2.22250)	2.21000	1.96000
長期金利（10年債）			
日本	1.665(1.670)	1.725	1.590
米国	4.50(4.67)	4.82	4.43
英国	4.77(4.89)	5.00	4.46
ドイツ	3.93(4.04)	4.06	3.66
株 式			
日経平均株価	17217.93(18188.42)	17547.11	16321.78
TOPIX	1721.59(1814.96)	1742.40	1604.90
NY ダウ	12114.10(12647.48)	12653.49	12194.13
S&P500	1387.17(1451.19)	1448.39	1396.71
ナスダック	2368.00(2515.10)	2475.88	2413.21
FTSE100（英）	6116.2(6401.5)	6310.9	6021.5
DAX（独）	6603.32(6992.58)	6885.76	6241.13
商品市況（先物）			
CRB 指数	310.11(314.63)	301.33	321.23
原油（WTI、ドル/バレル）	61.64(61.14)	59.02	63.43
金（ドル/トロイオンス）	641.5(683.1)	646.2	644.7

米国経済の減速が世界同時株安を引き起こす

先週 27 日、上海総合株価指数が過去最大の前日比 8.8%減となったことが引き金となり、世界の株式市場から資金は逃げ出し、それは債券市場に向かった。為替相場は「円借り取引」の巻き戻しから対ドルで円が急騰し、昨年 12 月中旬以来の円高ドル安となった。ユーロなどの対ドルレートは小幅な上昇にとどまり、「円借り取引」を手仕舞うという観測が、円の値上りに拍車を掛けたといえる。

上海総合株価指数の急落当日、日経平均株価は 100 円弱の下げにとどまり、日本の株式

市場はその影響を深刻にとらえていなかった。だが、米国をはじめ欧州の株価が急落することによって、この重大さがわかってきたようだ。26日には年初来高値を更新し、楽観的見方が支配的であった市場は、26日の高値から4営業日で約1,000円も下げってしまった。政府や日銀が判断しているような景気の現状であるならば、外人持株比率の低い中国株が下落した程度で、なぜこれほど急激に下げなければならないのだろうか。



中国株の急落は世界の株価下落のきっかけにすぎず、主因は実体経済にあるのだ。実体経済がおかしくなりかけているなかで、日本や米国の株式相場が上昇していたことが、下げ幅を予想外に大きくしたといえる。

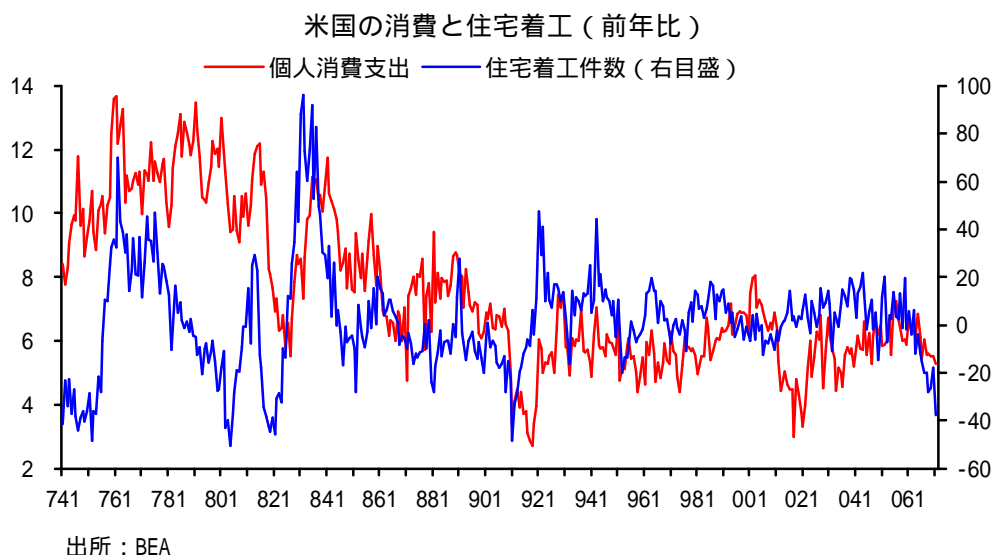
日本経済は依然消費が弱く、外需に依存している。特に、米国経済の動向が日本経済の帰趨を決めるといって強い結び付けがある。その米国経済が減速していることが、市場関係者にはよくわかっていなかったようだ。2月中旬公表の1月の米小売売上高や鉱工業生産などはあきらかに景気の減速を示す内容であった。さらに住宅着工件数の落ち込みに歯止めが掛からず、サブプライムローン（低所得者向け住宅ローン）の焦付きが発生するなど、信用問題の浮上が株式市場を神経質にさせた。

中国株暴落後に発表された1月の米耐久財新規受注が前月比7.8%減少し、翌28日には昨年10-12月期の米実質GDP（改定値）が前期比年率2.2%へと速報値の3.5%から大幅に下方修正されたことも投資マインドを冷やした。1月の米個人消費支出は前月比0.5%増加し、2月のISM製造業景況指数（3月1日発表）も50%を超えたが、2月ミシガン大学消費者センチメント指数（3月2日発表）の悪化でNYダウは大きく売られ、週間では533ドル下げた。

住宅不況が米国経済にじわじわ効いてきている。個人消費支出は1月、前月比プラスとなったが、前年比では5.3%と04年8月以来の低い伸びとなり、05年7月の7.2%をピークに鈍化しつつある。住宅着工件数の激減によって、家具や家電製品等の耐久消費財の販売

が振るわなくなっている。

個人消費支出は住宅着工件数にやや遅行する傾向がみられ、いままでの住宅不振の影響が出尽くしているとは言いがたい。1月の住宅着工件数は前年比-37.8%と過去のマイナス幅に比較しても底は近いように思うが、件数では140万戸と90年台はじめの住宅不況期(91年1月 79.8万戸)を大幅に上回っており、しかも調整期間もまだ1年しか経過していないことから判断すれば、140万戸を相当下回る水準まで落ち込むことは避けられないのかもしれない。今後、そのように住宅不況が続くことになれば、個人消費の不振も長期化することになる。住宅不況の長期化は不動産価格を引き下げ、住宅ローンの返済不能、銀行の不良債権の増大など、個人消費だけでなく、株式市場が最も懸念する信用不安が生じてくる。



個人消費の減速に加えて設備投資も下降しつつあり、今年の米経済成長率はFRBの予想実質GDPの下限である2.5%（06年は3.3%）も怪しくなっているのではないだろうか。1月の非軍事資本財受注（航空機を除く）は前月比6.0%減、前年比0.3%増と減速している。昨年10-12月期の民間設備投資は前年比9.0%増加したが、1-3月期は大幅に低下するであろう。個人消費が冴えないだけでなく、設備投資の低迷や住宅不況のさらなる混迷により、1-3月期の米経済成長率は前期よりも低くなるはずだ。

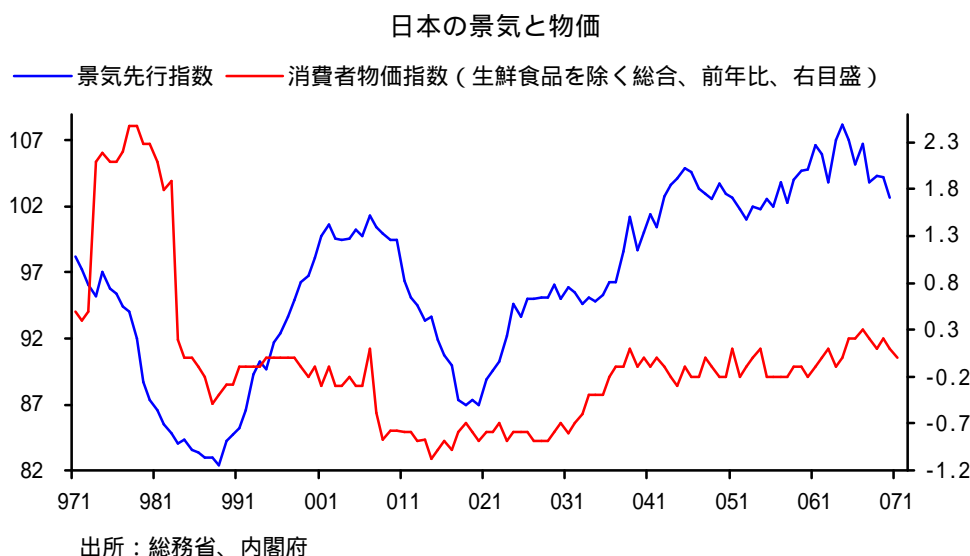
こうした、米国経済の不安台頭が円買いドル売りを加速させたと考えられる。「円借り取引」の解消とは言うものの、米国経済が健全であり、日本よりも高い成長を歩む期待が強いならば、これほど焦って円を買い戻す必要はないと思う。米国経済の不透明感が増してきたことが根底にあるからこそ、「円借り取引」の反対の動きがでるとの思惑をきっかけに、円買いが一気に噴き出したのだ。

円ドル相場は米実体経済の悪化がどの程度まで進むことになるかがポイントになる。減速が短期的に収まるならば、現行の水準からさらに大きく振れることはないと思うが、景

気がなかなか反転しないようであれば、米国金利の引き下げ観測などから、円高ドル安は強まることになろう。

米国経済の影響が現れる日本経済

米国経済の減速は取りも直さず対米輸出の減少という形で日本経済にあらわれてきている。対米輸出は前年を僅かに上回るまで減速しており、鉱工業生産にも陰りがみえ、米国と似た動きが窺える。米鉱工業生産の伸び率は昨年9月をピークに鈍化しており、日本も同じように昨年10月の7.4%をピークに1月には4.3%まで減速している。



鉱工業生産の約2割のウエイトを占めるエレクトロニクス関連はいずれも伸びが低下しており、しかも半導体などは在庫水準が高く、生産調整が必要である。米国向け需要の落ち込み具合によっては、エレクトロニクスを中心に生産はさらに縮小を迫られるだろう。

1月の現金給与総額は前年比-1.4%と2ヵ月連続のマイナスとなり、勤労者の懐は寒い。懐が心細い状態で消費が回復することはない。「家計調査」によると、1月の全世帯消費支出は前年比0.6%と05年12月以来のプラスになったが、1月の小売業販売額は0.8%減、2月の新車販売台数は-8.7%と販売不振は続いており、消費の基調は依然弱い。消費の低迷などから1月の消費者物価指数（生鮮食品を除く）は前年比横ばいと微減ながら2ヵ月連続で低下し、2月か3月には昨年4月以来のマイナスになりそうである。

日経平均株価の予想株価収益率は20倍に接近してきたが、1-3月期の企業収益が不透明になる状況下では予想株価収益率の20倍は高すぎる。株価は実体経済に則した水準まで下がることになろう。