

## 週刊マーケットレター（2020年11月2日週号、No. 734）

2020年11月1日

曾我 純

### ■主要マーケット指標

為替レート	10月30日（前週末）	1ヵ月前	2019年末
円ドル	104.64(104.69)	105.45	108.61
ドルユーロ	1.1647(1.1859)	1.1718	1.1210
ドルポンド	1.2941(1.3040)	1.2916	1.3259
スイスフランドル	0.9167(0.9042)	0.9207	0.9678
<b>短期金利（3ヵ月物）</b>			
日本	-0.10267(-0.09950)	-0.10383	-0.04733
米国	0.21575(0.21650)	0.23388	1.90838
ユーロ	-0.52971(-0.52686)	-0.51971	-0.41429
スイス	-0.76660(-0.76580)	-0.78060	-0.68840
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	0.040(0.035)	0.015	-0.025
米国	0.87(0.84)	0.68	1.91
英国	0.26(0.28)	0.23	0.81
ドイツ	-0.63(-0.58)	-0.52	-0.19
<b>株 式</b>			
日経平均株価	22977.13(23516.59)	23185.12	23656.62
TOPIX	1579.33(1625.32)	1625.49	1721.36
NY ダウ	26501.60(28335.57)	27781.70	28538.44
S&P500	3269.96(3465.39)	3363.00	3230.78
ナスダック	10911.59(11548.28)	11167.50	8972.60
FTSE100（英）	5577.27(5860.28)	5866.10	7542.44
DAX（独）	11556.48(12645.75)	12760.73	13249.01
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	144.72(150.68)	148.50	185.78
原油（WTI、ドル/バレル）	35.79(39.85)	40.22	61.06
金（ドル/トロイオンス）	1880.7(1905.2)	1895.5	1523.1

### 資本主義経済を歪める中央銀行

NY ダウは下振れしつつある。週間、1,834ドル下落し、トランプ離れが進行しているようである。米大統領選のほかには欧州でのロックダウンなど、経済などの先行きがますます不透明になってきている。7-9月期の実質 GDP は米国の前期比 7.4%、ユーロ圏の 12.7%とそれなりの回復がみられたが、10-12月期は反落するかもしれない。

欧米経済は年間で最大のクリスマス商戦までに新型コロナを鎮静化させることができるかどうかにかかっている。気温と湿度の低下によって、日本でも毎年インフルエンザが流行

る時期に差し掛かっているが、新型コロナも勢いを増すと考えられ、年末年始商戦も例年と同じというわけには行くまい。

米株が下がり、対ユーロでドルが上昇したことから、商品市況は下落した。なかでも原油価格は前週比マイナス 10%超下落し、今年 6 月 1 日以来 5 カ月ぶりの低い水準である。原油価格の下落は、日本にとっては輸入額の減少となり、貿易黒字要因となる。今年度上半期の日本の輸入に占める鉱物性燃料比率は 14.2%である。輸入総額は前年比-18.1%だが、鉱物性燃料だけで-9.5%引き下げている。世界経済の低迷により、輸出の前年割れは続いているが、9 月までの 3 カ月は輸出よりも輸入の減少率が大きく、輸出超となっている。輸出が輸入を上回る黒字の状態は円高ドル安を招く。それだけ原油安の及ぼす影響は大きく、日本経済を揺さぶる要因になるのだ。

向こう 1、2 年の世界経済の足取りは不安定であり、原油需要が強まることはなく、長期的に原油価格は低位で推移するはずだ。そうであれば、日本の貿易収支は黒字基調を維持することができ、為替は円高ドル安に向かうだろう。これまでも、事実、そのように為替相場は動いてきた。

新型コロナが欧州で再燃し、外出規制等を強めたことがユーロに対してドルを強くしているが、対円ではドル安である。日本の貿易黒字が拡大することになれば、円高ドル安は今の水準から 1 ドル=100 円を目指すだろう。

米大統領選でバイデン勝利の可能性が高まっており、積極的な財政支出が期待されている。米株式もバイデン当選を織り込みつつあるけれども、大統領の交代は、時代の区切りとなり、異常に膨らんでいる株式が実体経済に近づくことになるかもしれない。米株式が 10%調整するだけで 5 兆ドルが消えることになり、例えば 2~3 兆ドル規模の経済対策を打ち出しても、株式の減少額を補うことができない。

米株式の下落はドル離れを誘い、円高ドル安は急速に進行するだろう。欧州や日本など世界中の資金運用機関が米株運用しており、そうした米株運用の一部は米株売りとドル売り自国通貨買いの行動を取るはずだ。先週号でも指摘したが、株式に米債の下落が加われば、日米欧の中央銀行の屋台骨が揺らぐことにも成り兼ねない。

円高ドル安は日本の輸出企業の収益悪化となり、日本株も今の株価を維持することはできなくなるだろう。大企業製造業の営業利益は 2018、2019 年度と 2 年連続の減益だ。2019 年度は前年比 29.7%減と 2008 年度以来 11 年ぶりの大幅減益となった。だが、2019 年の日経平均株価は 18.2%上昇している。第 2 次安倍政権発足の 2012 年から 2019 年まで日経平均株価が下落したのは 2018 年 (-12.1%) だけであり、後の 7 年はいずれもプラスであった。一方、同期間、大企業製造業の営業利益 (年度) が増益だったのは 3 回、5 回は減益であった。

1989 年から 2011 年までの 23 年間で調べてみると、株式はプラスが 10 回、マイナスが 13 回である。一方、営業利益のプラスは 13 回で、マイナスは 10 回であった。株式は営業利益だけではなく、その他もろもろの影響を受けるため、営業利益だけで株式を判断することは

危険だが、それでも営業利益の株式影響力は、ほかの要素よりも大きいことは間違いない。

2012 年以降の両者の関係は非常に薄れている。減益の八分の五に対して株式のマイナスは八分の一だからだ。2013 年 4 月、政府と日銀一体の（ETF 購入拡大を含む）超金融緩和策の導入が、株式上昇の役割を果たしたのである。そうでなければ、株式と利益の関係がこれほど不明瞭になることはなかったであろう。株式の背後に政府と日銀が、常に控えていることの暗示と実際に巨額資金の株式投入という現実とが、株価と利益のこれほどの乖離を生み出したのである。日本の株式は国家管理下に置かれているといっても過言ではない。

かつての公的機関による株式購入がいずれも不首尾に終わったように、国家管理といえども万全ではない。日銀や公的年金の買いで信託銀行の株式保有額比率は 2019 年度末、21.7%、2013 年度末の 17.2%から 4.5 ポイント上昇している。2014 年度以降 6 年連続、買い越しており、2019 年度末の保有額は 119.1 兆円だ。

同期間、個人の保有比率は 18.7%から 16.5%に低下、保有額は 90.4 兆円、事業法人は 21.3%から 22.3%へと上昇し、122.1 兆円保有。最大の保有者である外人は 30.8%から 29.6%とやや低下しているが、162.4 兆円保有している。

10 月 20 日現在、日銀の ETF 保有額は 34.6 兆円だが、外人保有額の 2 割程度であり、米株の大幅な下落に伴う日本株の外人売りが本格化すれば、とても防ぎきれものではない。さらに、事業法人が依然 122.1 兆円も保有していることも問題である。1987 年度末には 30.3%も保有していたが、バブル崩壊によって、保有比率を落としていったが、2000 年度以降、保有比率は 21.2%~22.6%の狭い範囲に収まっている。巨額の持ち合い株式を保有し、不良資産で四苦八苦した 1990 年代を忘れてしまったかのようだ。株式が急落すれば、企業のバランスシートは一気に悪化し、それまでの蓄積を吐き出してもまだ不足する事態に陥り兼ねない。

ゼロ金利やトランプ大統領の強力な支援がバブルと言えらるまで株式を押し上げてきたが、こうした最強の株式振付師も舞台から去ろうとしている。2019 年までの 10 年間で NY ダウが年間で下落したのは、2015 年と 2018 年の 2 回であり、しかも下落率は 2.2%、5.6%といずれも小幅である。その結果、2019 年末と 2009 年末を比較すると 2.73 倍となっており、名目 GDP の 1.48 倍をはるかに上回っている。株式至上政策遂行の成果と言えらるが、こうした無謀な政策によって持ち上げられた株式は早晚、崩れ落ちるだろう。

FRB は株式を軟着陸させようと策を練るだろうが、最後は日銀のように、株式を直接購入する方法しかない。そこまで行けば、米資本主義の終焉となる。FRB による株式購入の影響力は日銀の比ではなく、中央銀行の株式介入を推し進めることになるかもしれない。

株式の世界的な高騰が資産格差を招来しているが、その張本人は中央銀行なのだ。発行市場は縮小する半面、流通市場が活況を呈するという本来の株式市場から逸脱してしまっている。これも中央銀行が大いに荷担した結果だ。中央銀行は資本主義経済を適正径路に導く役割を担っているとされているが、株式市場の賭博化や資産格差の拡大など資本主義経済を一層歪にしているのである。