

週刊マーケットレター(2010年3月1日週号、No.311)

2010年2月28日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	2月26日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	88.90(91.50)	90.25	86.40
ドルユーロ	1.3630(1.3610)	1.3860	1.5000
ドルポンド	1.5245(1.5455)	1.5995	1.6455
スイスフランドル	1.0735(1.0775)	1.0605	1.0045
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.25313(0.25375)	0.25500	0.29825
米国	0.25169(0.25194)	0.24906	0.25656
ユーロ	0.60125(0.60625)	0.60875	0.68000
スイス	0.25000(0.24833)	0.25000	0.25000
長期金利(10年債)			
日本	1.300(1.330)	1.315	1.260
米国	3.61(3.77)	3.59	3.20
英国	4.03(4.27)	3.91	3.52
ドイツ	3.09(3.29)	3.18	3.16
株 式			
日経平均株価	10126.03(10123.58)	10198.04	9345.55
TOPIX	894.10(889.08)	901.12	839.94
NYダウ	10325.26(10402.35)	10067.33	10344.84
S&P500	1104.49(1109.17)	1073.87	1095.63
ナスダック	2238.26(2243.87)	2147.35	2144.60
FTSE100(英)	5354.52(5381.17)	5188.52	5190.68
DAX(独)	5598.46(5722.05)	5608.79	5625.95
商品市況(先物)			
CRB指数	274.77(277.80)	265.59	277.40
原油(WTI、ドル/バレル)	79.66(79.81)	72.89	77.28
金(ドル/トロイオンス)	1118.3(1121.3)	1104.3	1181.1

■ 主要国の株価は警戒すべき水準にある

前年の水準が低いせいでもあるが、前年比伸び率でみた場合、主要国の2月末の株価は警戒すべきレベルに達している。2月末の日経平均株価は前年比+33.8%と3年8ヵ月ぶりの上昇率となったほか、NYダウは46.2%も前年を上回り、ITバブル期を抜き12年7ヵ月ぶりの高い伸びだ。ナスダックは62.4%とさらに高く、伸び率はいずれも株価の危険信号ととらえることができる。

昨年12月の上昇率が前月比2桁増と大幅に上昇したためか、日経平均株価は前月比で2ヵ月連続の下落となった。それでも前年比の伸び率がこれほど高くなれば、買い手は躊躇するだろう。

予想株価収益率は30倍と世界の主要株価指数に比べると依然高く、2010年度の利益が50%増加したとしても、予想株価収益率は20倍にしか下がらない。いまから2010年度の利益など、知る由も無いのだから、そのような予想に基づいて、株を買うようなことはできない。

日本株は米国株に追随する傾向が強い。経済規模が日本の2.7倍ある米国経済の日本に及ぼす影響力は大きい。米景気回復を先行するかたちで、米株価は上昇するが、特に、景気回復の初期に力強く上昇していく。それにつれて、日本の株価も上げ足を速める。だが、現在のように、米株の上昇率が稀なところまでいってしまうと、ピークを付けてしまったと考えてもおかしくない。米株にほぼ連動しているのであるから、日本株についても先行き下落するリスクがかなり高いと推測するのが理にかなっている。

米商業銀行の貸付は1月、前年比7.3%減少し、2ヵ月連続でマイナス幅は拡大した。商工業貸付が-17.7%と過去最大の減少率となり、景気回復とは裏腹な動きをみせている。不動産貸付も前年を下回っているが、0.7%の小幅であり、不動産貸付は依然高水準である。米国のマネーは不動産に偏っており、必要とするところへ流れ難くなっている。金融セクターは不良債権の発生を少なくするために、国債や現金での運用比率を引き上げている。治まっているかにみえる信用問題はいつ再燃するとも限らない。

■ 綱渡りの状態から抜け出せない日本経済

企業利益に最大の影響力を及ぼす輸出は1月、前月比8.6%と昨年3月以降11ヵ月連続で増加した。しかも伸び率は拡大過程で最大となったが、株価は反応しなかった。輸出が回復したとはいえ、ピークの8割弱で約4年前の水準にすぎないということ、株価がすでに輸出を織り込んでいたことなどが株式不振の理由に挙げられる。

1月の輸出は前年比40.8%も増加したが、地域別にみると格差が大きくあらわれており、対EU(11.2%)、対米(24.2%)に対して対アジアは68.1%も伸びている。それぞれの地域の経済成長の違いが、輸出からも知ることができる。1月の輸出増加額(前年比)は1.42兆円だが、アジアの寄与度(77.5%)が最大であり、米国は1割に満たず、対EUは4%にすぎない。米国とEUへの輸出は、特に自動車に偏っており、自動車輸出が変調をきたせば、輸出そのものが危うくなる脆さを抱えている。

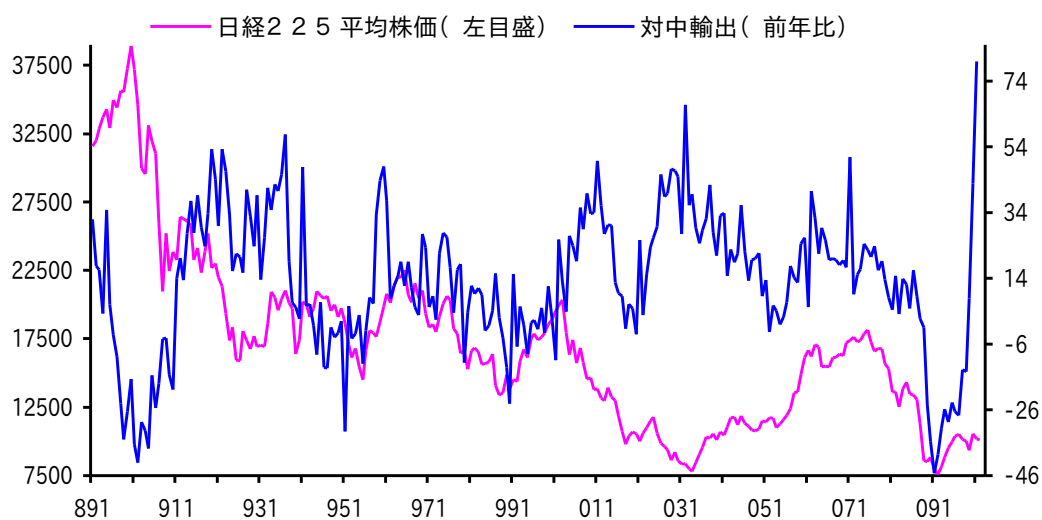
アジアのなかでは中国向けが好調であり、1月は前年比79.9%と過去最大の伸びをみせ、伸び率はピークを付けた可能性が高い。日経平均株価と対中国輸出の伸び率を比較すると、輸出の伸び率が鈍化していく過程では、株価は下降か横ばいを示しており、このような連動性を当てはめれば、日本の株式は厳しい状態にあると言える。

輸出の回復に伴い、鉱工業生産も昨年3月以降11ヵ月連続の前月比増である。1月は+2.5%と伸び率が高く、輸出との相関関係は極めて強い。輸出増、生産の拡大、利益増の連鎖をはっきり読み取ることができる。ただ、生産の回復は、半導体、液晶テレビ、自動車等に限られており、資本財などの動きは非常に鈍い。

製造業は輸出の回復により、持ち直しつつあるが、非製造業は引き続き厳しい状況にある。企

業が利益を出そうと給与をはじめさまざまな支出を大幅に削減していることが、これまでに経験のないほど内需を収縮させている。大企業製造業の営業利益は07年10-12月期以降減益となり、その後は釣瓶落しとなり、08年10-12月期以降3四半期連続の赤字となった。製造業の収益悪化にやや遅れて非製造業の営業利益も前年を割れた。08年7-9月期以降は5四半期連続の減益

中国への輸出と株価



出所：財務省

だが、08年10-12月期の減益幅は36.5%と過去最高を更新した。

1月の小売業販売は前年を2.6%上回りプラスに転じたが、自動車と燃料販売の2業種でほぼ説明できる。新設住宅着工件数は8月を底に持ち直しつつあるが、住宅購入の決意を左右する雇用・給与要因の改善が期待できないため、回復したとしても緩やかなものになるだろう。民間非居住(床面積)は1月、前年比30.6%と大幅なマイナスが続き、冷え切ったままである。製造業部門の収益拡大が非製造業に波及する速度はこれまでになく遅い。製造業の回復が途切れないうちに、非製造業が上向くことができるだろうか。日本経済が綱渡りの状態から抜け出す鍵は非製造業が握っている。