

週刊マーケットレター（07年5月21日週号）

2007年5月20日

曾我 純

主要マーケット指標

| 為替レート | 5月18日(前週) | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
|-------------------|--------------------|----------|----------|
| 円ドル | 121.10(120.20) | 118.65 | 119.40 |
| ドルユーロ | 1.3510(1.3520) | 1.3605 | 1.3135 |
| ドルポンド | 1.9750(1.9815) | 2.0065 | 1.9500 |
| スイスフランドル | 1.2275(1.2185) | 1.2050 | 1.2345 |
| 短期金利(3ヵ月) | | | |
| 日本 | 0.66688(0.66563) | 0.66375 | 0.58563 |
| 米国 | 5.36000(5.36000) | 5.35813 | 5.36000 |
| ユーロ | 4.07713(4.06013) | 3.98063 | 3.82763 |
| スイス | 2.42000(2.38083) | 2.31417 | 2.21167 |
| 長期金利(10年債) | | | |
| 日本 | 1.635(1.645) | 1.700 | 1.700 |
| 米国 | 4.80(4.67) | 4.65 | 4.69 |
| 英国 | 5.16(5.08) | 5.03 | 4.88 |
| ドイツ | 4.31(4.22) | 4.15 | 4.04 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 17399.58(17553.72) | 17667.33 | 17875.65 |
| TOPIX | 1695.69(1723.09) | 1730.71 | 1774.53 |
| NYダウ | 13556.53(13326.22) | 12803.84 | 12767.57 |
| S&P500 | 1522.75(1505.85) | 1472.50 | 1455.54 |
| ナスダック | 2558.45(2562.22) | 2510.50 | 2496.31 |
| FTSE100(英) | 6640.9(6565.7) | 6449.4 | 6419.5 |
| DAX(独) | 7607.54(7479.34) | 7282.34 | 6957.07 |
| 商品市況(先物) | | | |
| CRB指数 | 313.17(311.13) | 312.77 | 306.71 |
| 原油(WTI、ドル/バレル) | 64.94(62.37) | 63.13 | 59.39 |
| 金(ドル/トロイオンス) | 661.0(670.6) | 689.1 | 668.8 |

企業収益の急低下を示す機械受注の大幅減見通し

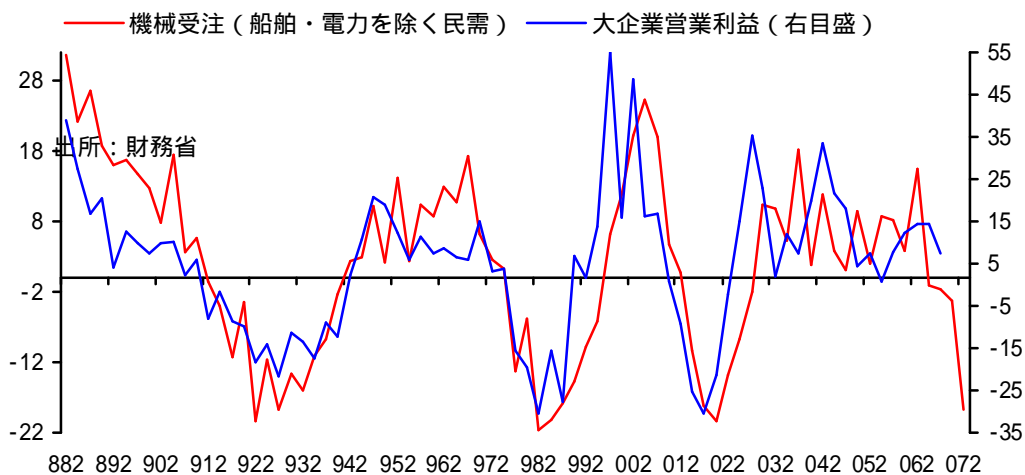
3月の第4週以降、日経平均株価の週末値の高安は266円の小幅な変化にとどまり、相場は膠着状態に陥っている。4-6月期の機械受注の見通しが大幅な悪化を示したにもかかわらず、週間で株価が1%に満たない低下で持ち堪えたことは不思議である。景気がはっきり下り坂に向かっていることから、日銀の超低金利政策に変更はなく、0.5%の継続が株価の急落を防ぐことができると考えているのだろうか。金利据え置き期待が強まり、円安がさらに進行し、輸出関連企業の収益拡大を見込んでいるのだろうか。

1 - 3 月期の名目 GDP は前期比 0.3%と伸び率は前期よりも 1 ポイント低下した。成長を牽引していた民間設備投資が-0.7%と 5 四半期振りに減少したことが響き、国内民間需要が 0.1%しか伸びなかったからである。『機械受注』によると、4 - 6 月期の民間設備投資は大幅に落ち込み、外需も不振になれば、名目 GDP は前期比マイナスになるだろう。

1 - 3 月期の名目成長率は前年比 1.8%と 3 四半期連続して伸びは拡大したが、06 年度では 1.3%にとどまり、しかも 1.3%のうち 1.1%はすでに下り坂に入っている民間設備投資によるものである。こうした成長の中身をみると、07 年度の成長率は期待できないと判断せざるをえない。一般機械の受注減が示すように資源高特需が剥げつつあり、輸出も厳しい状態に陥りつつあるなかでは、景気は当然減速していくことになる。

それにしても株式市場は楽観的である。これまでの統計によると、機械受注が急激に減少したときには、設備投資や営業利益も同じように急低下している。設備投資や営業利益が機械受注と反対の動きをすることはないのである。四半期ベースでは民需（船舶・電力を除く）は 1 - 3 月期、前年比 3.3%減と 3 四半期連続の前年割れとなり、4 - 6 月期は 18.7%も減少する見通しとなっている。年度初めは低めの慎重な見通しとなりがちだとはいえ、機械受注の拡大が長期化していただけない、4 - 6 月期は 2 桁の減少になることは間違いのない。

機械受注と利益（前年比）



出所：財務省、内閣府
注：07年第 2 四半期の機械受注は予想

機械受注が見通しのように下落すれば、下落時の谷の目安である 20%減に近づくことになり、7 - 9 月期には底がみえてくることになるかもしれない。年度後半には機械受注は底入れし、企業利益も拡大に向かうというシナリオも考えられるが、いまの段階でそこまで株式に強気になり、買いを入れることはない。

日経平均株価の予想株価収益率は 18.8 倍、当期純利益の今期の伸びを 7.5%とみているが、機械受注の急落予測に基づけば、2 桁の減益も十分考えられる。たとえば、10%の減益にな

るとすると、いまの株価だと株価収益率は22.5倍に上昇してしまう。株価収益率が現行の18.8倍の水準まで下がるには、株価は現状よりも16.3%も安い14,570円に下落しなければならない。減益見通しが強まる過程では、株価収益率は低くなりがちであり、株価は収益の落ち込み以上に下落することになる。いずれにしても株価の変動は収益の変動よりも大きく、日経平均株価が15,000円を割る程度の株価の調整は十分あり得ると想定しておいたほうがよい。

利益の振れはつねに予想を超えるものだ。今期の利益予想は5期連続の増益に惑わされて、強めになりがちだが、実のところはどのくらいのマイナスになるかが焦点ではないか。4 - 6月期の企業業績が発表される7月中旬以降には、楽観的な企業業績見通しが下方修正されることになるだろう。そのときは外人も日本株を手放し、日本の株式市場は買い手不在という激しい局面に立たされるのではないか。