

# The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

曾我 純

## 週刊マーケットレター（03年3月24日週号）

2003年3月23日

曾我 純

## 主要マーケット指標

|                   |                  |         |         |
|-------------------|------------------|---------|---------|
| <b>為替レート</b>      | 3月21日(前週)        | 1ヵ月前    | 3ヵ月前    |
| 円ドル               | 121.65(118.25)   | 118.65  | 120.35  |
| ドルユーロ             | 1.0530(1.0745)   | 1.0775  | 1.0270  |
| ドルポンド             | 1.5625(1.5835)   | 1.5795  | 1.6025  |
| スイスフランドル          | 1.4025(1.3665)   | 1.3585  | 1.4240  |
| <b>短期金利(3ヵ月)</b>  |                  |         |         |
| 日本                | 0.05563(0.05563) | 0.06000 | 0.06125 |
| 米国                | 1.29000(1.27875) | 1.34000 | 1.40000 |
| ユーロ               | 2.53463(2.56275) | 2.67488 | 2.94063 |
| スイス               | 0.32167(0.31500) | 0.59000 | 0.69833 |
| <b>長期金利(10年債)</b> |                  |         |         |
| 日本                | 0.745(0.750)     | 0.825   | 0.945   |
| 米国                | 4.09(3.70)       | 3.89    | 3.95    |
| 英国                | 4.57(4.26)       | 4.17    | 4.48    |
| ドイツ               | 4.28(4.03)       | 3.93    | 4.29    |
| <b>株 式</b>        |                  |         |         |
| 日経平均株価            | 8195.05(8002.69) | 8513.54 | 8406.88 |
| TOPIX             | 807.48(786.06)   | 840.11  | 822.46  |
| NY ダウ             | 8521.97(7859.71) | 8018.11 | 8511.32 |
| S&P               | 895.90(833.27)   | 848.17  | 895.76  |
| ナスダック             | 1421.84(1340.33) | 1349.02 | 1363.05 |
| FTSE100(英)        | 3861.1(3601.8)   | 3727.1  | 3889.9  |
| DAX(独)            | 2715.06(2403.19) | 2648.87 | 3024.22 |
| <b>商品市況(先物)</b>   |                  |         |         |
| CRB 指数            | 231.35(240.00)   | 248.09  | 236.68  |
| 原油(WTI、ドル/バレル)    | 26.91(35.38)     | 35.58   | 30.30   |
| 金(ドル/トロイオンス)      | 326.0(336.5)     | 351.8   | 340.5   |

## 原油価格、戦争終結織り込む

3月21日のNYダウは8,521ドルと8営業日連続の上昇となり、その間の上げ幅は約1,000ドルとなった。週間では+8.4%と1982年以来の上昇率だ。19日から米英のイラク攻撃が始まったが、米英軍のイラクへの進攻が速く、戦争の短期終結観測が強まったからだ。独DAXが13.0%の高パフォーマンスを見せたほか、英FTSE100も7.2%上昇するなど、世界の株価は軒並み急騰した。半面、債券は売られ、原油は急落、ドルは買い戻された。商品市況の代表指数であるWTIは2月26日のピークから7.5%低下した。なかでも、原油価格は前週比

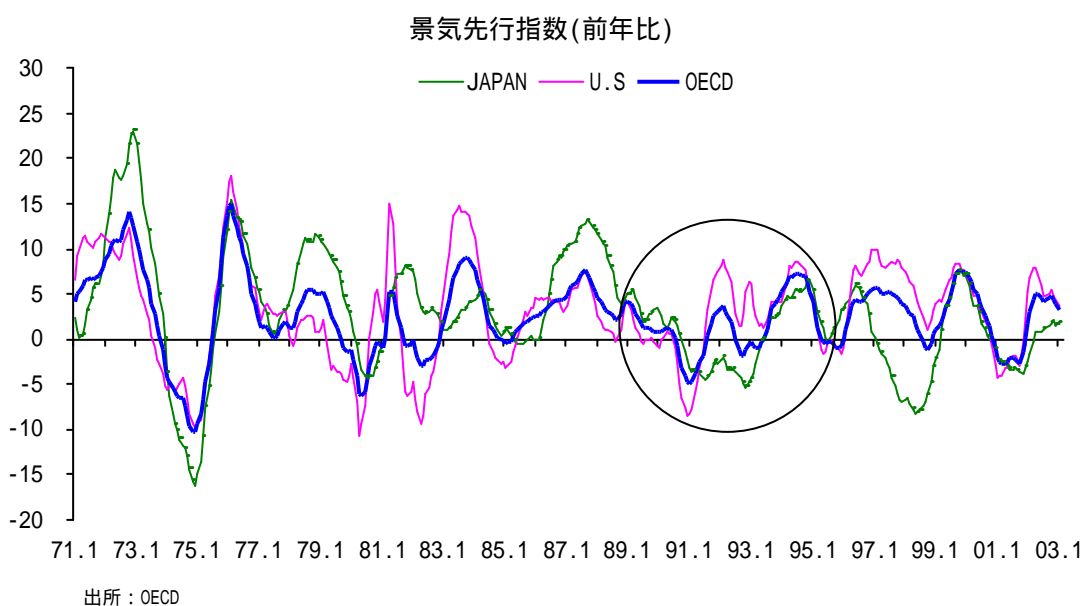
-23.9%の暴落となり、3月12日の直近ピークから3割弱落ち込み、昨年12月4日以来の水準に下落した。経済実態を無視して上昇していた部分が、戦争の短期終結見通しの台頭によって、剥がれてしまった結果だ。欧米の債券相場は急落、米10年債の利回りは4.09%、前週比0.39%上昇し、1月中旬のレベルに戻った。景気循環から判断すれば、今回の長期金利の上昇は行き過ぎであり、早晩、3%台半ばまで低下するであろう。

### 日本株の戻りは弱い

欧米の株価が前週、記録的な上昇を示した一方、日本の株価は低い伸びにとどまった。3月11、12日を底に欧米株は2桁の上昇となったが、日本株は4.2%上昇しただけである。20年前の水準に落ち込んでいるにもかかわらず、日本株の戻りが弱いのは、日本経済が欧米に比較して脆弱であり、回復の見込みが立たないからである。实体经济の半分以上を占める個人消費は、企業の賃金削減や社会保障費負担の増大等によって、ますます切り詰められる見通しである。消費支出の削減は設備投資マインドを冷やし、民間部門の経済活動は一層停滞し、不良資産は増大し続けるであろう。实体经济の中身が違うことから、欧米の株価動向は日本株の参考にはならない。

### 湾岸戦争当時と米国景気の位置は違う

欧米の株価は、戦争終結をほぼ織り込んでしまった。NYダウは8連騰で13.3%上昇したほか、独DAXは12日比で23.2%も値上がりした。91年1月の湾岸戦争以降のNYダウの動向をみると、1週間後はほぼ横ばい、1ヵ月後に11.9%、3ヵ月後には14.5%上昇した。湾岸戦争よりも今回の上昇スピードは速く、経済状況からもさらに上伸するとは考えにくい。91年1月当時と現在では景気の状態が違う。米国の景気は90年7月にピークに達し、イ



ラクがクウェートに侵攻した 90 年 8 月には、景気はすでに下降していた。91 年 1 月に湾岸戦争が始まったが、同 3 月に景気は底を付けたのである。OECD の米景気先行指数は 90 年 3 月以降、急速に悪化した。同 12 月には反転しており、湾岸戦争開始以前に景気は底打ちの気配をみせていた。

過去の景気循環と株価の関係によると、米国の株価は景気が谷を付ける約 5 ヶ月前に先行して底をつけており、株価の底と景気の谷までの平均上昇率は 24%である。91 年 3 月の景気の谷に対して株価は 90 年 10 月が底となり、5 ヶ月で 25%上昇した。

米国景気は 01 年 3 月、戦後最長となった拡大局面に終止符を打ち下降している。IT 関連設備投資の極度の冷え込みや 01 年 9 月のテロ発生などが景気を攪乱した。戦後の米国景気の平均後退期間（11 ヶ月、最長 16 ヶ月）を適用すれば、02 年 2 月頃が谷となっていたはずだ。だが、回復していた先行指数は 02 年 5 月以降低下しており、米国経済の足取りは不安定である。01 年 1 月を底に回復していた先行指数の前年比伸び率は 02 年 5 月以降鈍化しており、景気は思わしくない状況にある。先行指数の前年比伸び率が鈍化している状況では、米株価は一時的な反発にとどまる見込みだ。S&P500 の予想株価収益率は 26 倍と高く、現状の利益見通しでは、20%程度の上昇の可能性がある。

#### **外部要因による上昇には売りで対応**

湾岸戦争開戦直後に米国の景気は底打ちしたが、日本の景気は 91 年 2 月にピークアウトし、米国とはまったく反対の景気循環過程にあった。しかもバブル相場が破裂していたので、株価は開戦 2 ヶ月後の 3 月には息切れし、7 月には開戦前日の株価を下回った。

足元、日本の実体経済の足取りは重く、ほとんど横ばいであり、景気には株価を引き上げる力はない。不良資産は雪達磨式に増え、企業も家計も身動きが取れなくなっている。株式等の資産運用をする余裕などなく、資産価値の下落リスクをいかに軽減するかが最大の課題なのである。ストックの劣化が止まらないところへ、フローも収縮しており、お手上げの状態だ。このように、現在の日本経済のストックとフローは 91 年当時とは比べものにならない。イラク攻撃といった外部要因により株価が上昇することになれば、これは異常な反応といえるだろう。