

週刊マーケットレター（09年10月26日週号、No. 297）

2009年10月25日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	10月23日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	92.05 (90.90)	91.30	94.95
ドルユーロ	1.5005 (1.4905)	1.4735	1.4135
ドルポンド	1.6310 (1.6355)	1.6375	1.6475
スイスフランドル	1.0100 (1.0195)	1.0255	1.0755
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.32563 (0.33250)	0.34750	0.41688
米国	0.28188 (0.28406)	0.28500	0.50375
ユーロ	0.68813 (0.69125)	0.70500	0.90313
スイス	0.26683 (0.26850)	0.29667	0.36000
長期金利（10年債）			
日本	1.330 (1.330)	1.335	1.380
米国	3.49 (3.41)	3.42	3.66
英国	3.67 (3.60)	3.74	3.96
ドイツ	3.35 (3.29)	3.37	3.46
株 式			
日経平均株価	10282.99 (10257.56)	10370.54	9792.94
TOPIX	902.03 (900.95)	939.44	908.69
NYダウ	9972.18 (9995.91)	9748.55	9069.29
S&P500	1079.60 (1087.68)	1060.87	976.29
ナスダック	2154.47 (2156.80)	2131.42	1973.60
FTSE100（英）	5242.57 (5190.24)	5139.37	4559.80
DAX（独）	5740.25 (5743.39)	5702.05	5247.28
商品市況（先物）			
CRB指数	280.34 (276.10)	256.52	251.27
原油（WTI、ドル/バレル）	80.50 (78.53)	68.97	67.16
金（ドル/トロイオンス）	1055.6 (1050.7)	1013.0	954.5

■ 米实体经济弱く、マネーは商品市場に流れる

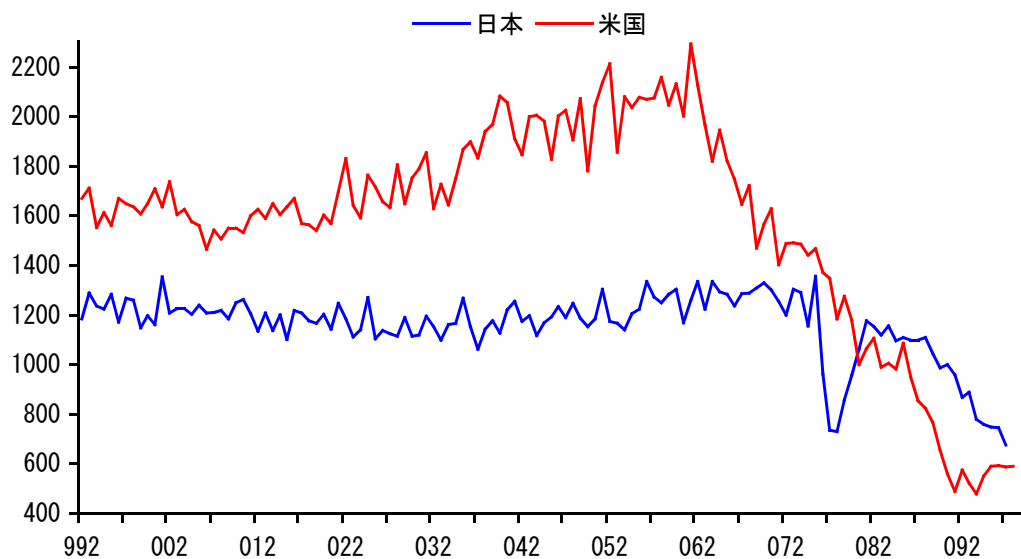
週末、ドルユーロ相場は1ユーロ=1.5005ドルで終わり、週末値では08年8月第2週以来、約1年2ヵ月ぶりのユーロ高ドル安である。ユーロ圏が米国の景気よりも回復力が強いことが、ユーロ高ドル安を進行させている。ユーロの短期金利は0.68%とドル金利を0.4%も上回っており、金利差からもユーロに資金が向かいやすい地合だ。

米国では銀行の破綻が今年すでに106行に達し、金融部門の脆弱性は改善されておらず、安全な財務省証券の魅力が高まっており、3ヵ月物TBの金利は週末、0.04%と低下傾向にあ

る。米長期国債の利回りは3%半ばと過去3ヵ月大きな変化はなく、資金は長期よりも短期志向が強くなっている。

ドル表示の原油や金などの商品市況は、ドル安により取得しやすくなり、投機資金が流れ込み、原油価格は週末、バレル80ドルを超え、約1年ぶりの高値を付けた。世界景気は回復しているとはいえ、水準は低く、回復が持続するかどうかとも疑わしいなかで、商品市況だけが上

日米の住宅着工件数（季節調整値、千戸）



出所：BEA、国土交通省

昇することは、商品相場が相当投機的になっているということだ。

米国の政策金利はほぼゼロであり、ドルの調達コストが限りなく低下していることも、商品投機に拍車を掛けている。安いドルを借入、原油や金を買ひ、値上りすればすぐに売るといふ超短期売買中心の相場だ。こうした行動を続けることができるのは、相場が右肩上がりのときだけで、いつまでも続くはずがない。

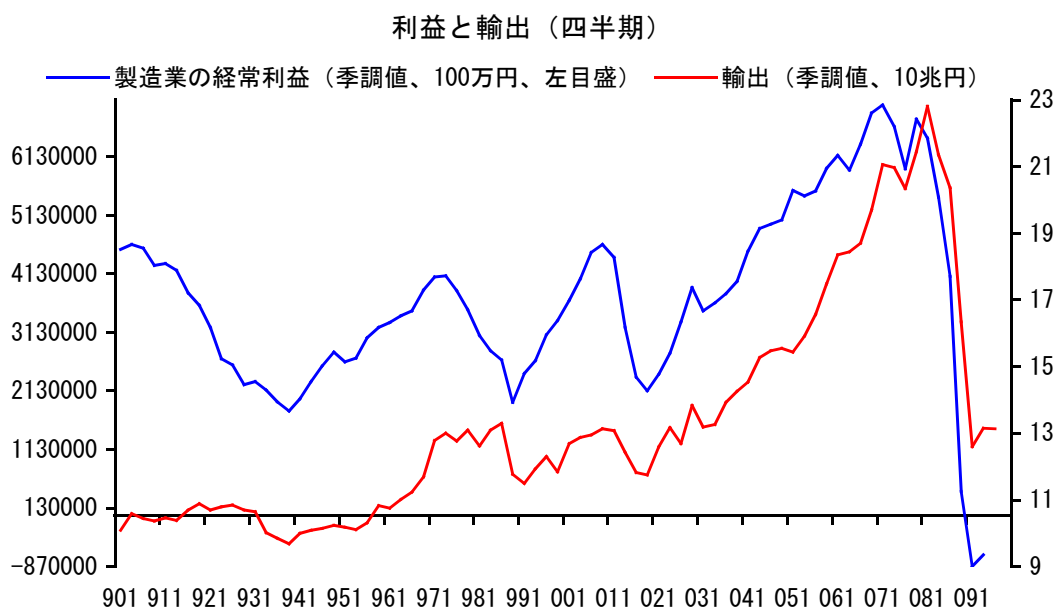
主要国の物価は前年を下回るデフレ経済にあり、そのなかでモノだけが、高騰することはやはり異常であり、実体経済と掛け離れたミスプライシングが起きている。商品の購入者は高いリスクを抱えており、商品相場が崩落することになれば、取得者だけでなく、金融機関の土台を再び揺るがすことになるだろう。

9月の米住宅着工件数は59万戸と前月比0.5%増加したが、6月以降はほぼ横ばいであり、回復という段階にいたっていない。住宅許可件数は9月、57.3万戸、前月比1.2%減少しており、先行き弱含みの感じだ。9月の一戸建ては50.1万戸だが、同許可件数は45万戸と着工数を5万戸ほど下回っている。11月末、住宅ローン減税は打ち切られることから、駆け込み需要の発生が予想されるが、需要の先食いよって、12月以降は減少するだろう。米住宅市場が

回復しなければ、耐久消費財への支出も伸びず、景気もここから一段上にあがるのが難しいように思う。米実体経済に伴う資金需要は弱く、余剰資金は商品市場に流れ込んでいる。

■ 7年前の低水準にとどまる日本の輸出

製造業の利益を決める最大の要因である輸出が弱い。9月の輸出（季節調整値）は前月比-0.8%と3ヵ月連続のマイナスである。輸出は今年2月を底に6月まで回復したが、その後、減少に転じた。輸出と生産の相関関係は強く、輸出が増加すれば、生産の拡大から、利益



は大幅に増加し、逆に、輸出の減少は生産の縮小、利益の収縮をもたらす。

7月以降、輸出が弱含みとなっていることは、7－9月期の製造業の利益は4－6月期に比べて良くないということだ。7－9月期の輸出は13.13兆円、前期比0.2%減少し、09年1－3月期を除けば、02年7－9月期以来7年ぶりの低い水準である。経常利益は4－6月期までの2四半期連続の赤字だが、7－9月期も赤字から抜け出すことは難しいのではないか。

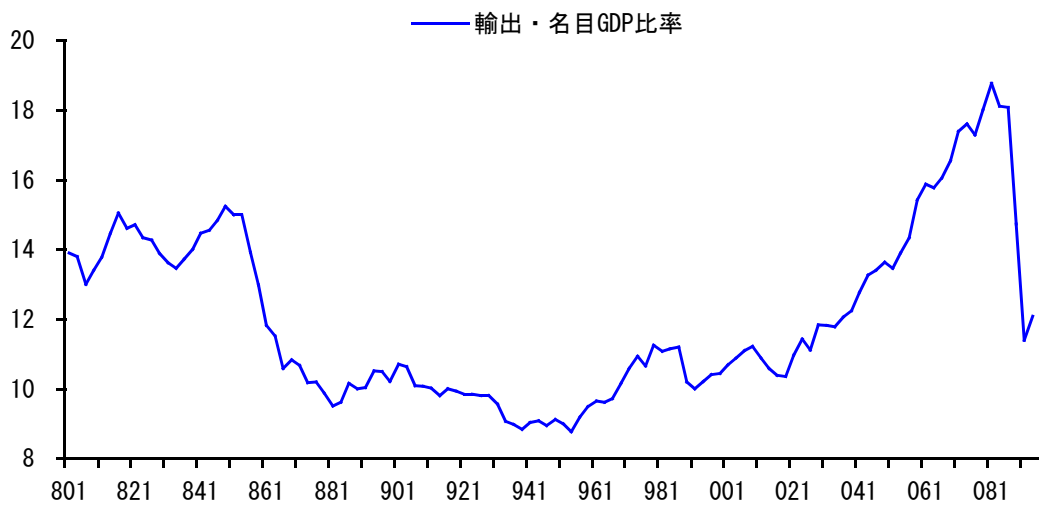
なによりも問題なのは7－9月期の輸出が前期を下回り、回復力が途絶えたことだ。7年前の輸出の水準が来年も続くことになれば、製造業は今の雇用、固定資本を維持していくことは不可能である。雇用、固定資本の思い切った削減をしなければ、赤字から逃れることはできまい。

輸出・GDP比率は08年1－3月期に18.8%まで上昇したが、1年後の09年1－3月期には11.4%まで急低下した。80年以降の同比率をみても、今回のような輸出・GDP比率の急上

昇の経験はない。いかに輸出主導の経済拡大であったかを如実に示している。80年代の株式時価総額や売買代金がGDPに比して異常に上昇していたことなどを思い起こせば、こうした異常なトレンドは早晚崩れると読むのはさほど難しいことではない。

米国・欧州経済の住宅バブル、資源高バブル等の浮かれた景気によって、日本の輸出は異常に拡大した。90年代以降辛苦を舐めたにもかかわらず、そのことに気づかなかつた脳天気な経営者が多数を占めていたことが、日本経済の落ち込みを大きくしたといえるのではな

輸出・名目GDP比率（四半期）



出所：内閣府

いか。