

週刊マーケットレター（07年11月26日週号）

2007年11月25日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	11月23日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	108.30(111.05)	114.75	116.20
ドルユーロ	1.4835(1.4660)	1.4260	1.3565
ドルポンド	2.0615(2.0525)	2.0505	2.0045
スイスフランドル	1.1020(1.1190)	1.1740	1.2065
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.93631(0.90938)	0.94000	0.99500
米国	5.04000(4.94875)	5.08375	5.50500
ユーロ	4.69750(4.59000)	4.62375	4.73625
スイス	2.75000(2.75333)	2.77833	2.88000
長期金利（10年債）			
日本	1.415(1.470)	1.585	1.595
米国	4.00(4.16)	4.40	4.64
英国	4.60(4.67)	4.94	5.05
ドイツ	4.03(4.12)	4.20	4.24
株 式			
日経平均株価	14888.77(15154.61)	16450.58	16316.32
TOPIX	1437.38(1471.67)	1570.55	1591.81
NY ダウ	12980.88(13176.79)	13676.23	13235.88
S&P500	1440.70(1458.74)	1519.59	1462.50
ナスダック	2596.60(2637.24)	2799.26	2541.70
FTSE100（英）	6262.1(6291.2)	6514.0	6196.9
DAX（独）	7608.96(7612.26)	7842.79	7511.96
商品市況（先物）			
CRB 指数	354.29(349.43)	335.34	303.10
原油（WTI、ドル/バレル）	98.18(95.10)	85.27	69.83
金（ドル/トロイオンス）	824.0(785.7)	759.0	658.9

■ 時間との戦いとなった米金融機関の焦げつき処理

米住宅不況の混迷により、米国景気の足取りは不安を増し、後退懸念が強まっている。10月の米住宅着工件数は前月比3.0%増加したが、一戸建てが7.3%減少したほか、建築許可件数も6.6%前月を下回った。米住宅市場底打ちの展望がまったく見えないことが、企業の設備投資意欲や消費者心理を冷やしている。OECDによれば、サブプライ関連の損失額は3,000億ドルに達すると予想されたが、これはFRB予想の倍となり、90年代、日本の銀行が不良債権額を決算毎に拡大させたことを髣髴させる。おそらく時間が経過するにつれ

て損失額は4,000億ドル、5,000億ドルに跳ね上がることになる。日本で経験したように、時間がたつにつれて債権の価値はどんどん低下し、不良債権額はとんでもない額になるのである。そうして、金融機関は巨額の焦げつきに持ちこたえることができなくなり、最終的には政府や中央銀行にすがりつき、税金が投入されることになる。それでも、CEOは巨額の退職金をさらっていくというのが、これまでの御定まり。「自分たちの立場に疑念を起こさせてはならないということ、手遅れになるまでは、自らの立場を自分で決して疑わないということ、それだけが銀行家の常套手段なのである」（ケインズ、『貨幣価値の崩壊が銀行に及ぼした帰結』、1931年）。銀行家とはそういう人物なのであるから、複雑な金融商品に問題が発生したならば、ただちにSECが検査にはいり、初期段階で膿を出し切る以外に良い解決方法はない。次の決算まで待つなどといった悠長な取り組みでは税金を吸い取られるだけである。まさに、米国は正念場に立たされているといえる。

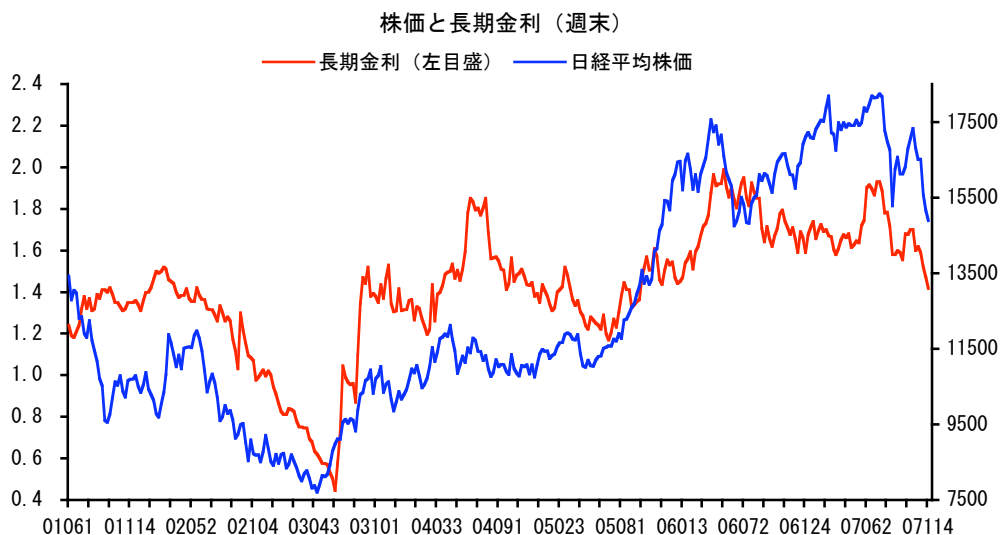
米住宅不況がのっぴきならないことが分かるにつれて、米国内では資産の国債へのシフトが起こり、米債の利回りは4.0%に低下した。11月のミシガン大学消費者センチメント指数は76.1と前月比4.8ポイント低下し、05年10月以来約2年ぶりの低い水準となった。10月の米景気先行指数も前月比0.5%減と2ヵ月ぶりに前月を下回った。過去半年で景気先行指数は3回、前月比減となり、景気は不安定な状態に陥っている。過去に住宅着工が激しく落ち込んだとき、景気は後退に陥っており、今回のように信用まで傷ついていたれば、景気後退は避けがたいのではないか。住宅の価格上昇期には住宅ローンの借り換えにより、より多額の資金を借りることができ、それが消費意欲を高めていたが、今度はこれが逆回転をはじめだした。住宅不況にやや遅れて設備投資も冷え込むことになり、消費と設備投資の両面から米景気は下降していくだろう。

20日、FRBは経済見通しを公表したが、08年の実質GDP（第4四半期の前年比）は6月の2.5%~2.75%から1.8%~2.5%へと下方修正し、特に下限を0.7ポイント引き下げた。だが、今回の下方修正もまだ甘く、見通しの公表の度に、FRBは引き下げを余儀なくされるだろう。

FRBの経済見通しの下方修正によって、ドル売りが加速し、ユーロは1.48ドル台へと過去最高値を更新、対円では108円台と05年6月以来の円高ドル安となった。日本の景気が米国を上回る速度で減速しているにもかかわらず、円高ドル安が急速に進んでいるのは、円で調達した資金の返済が発生していることに加えて、円高ドル安の進行自体が円返済を加速させているのだと思う。為替レートは米国経済の悪化を相当織り込んでいると考えられるが、予想以上の米景気悪化、利下げ幅の拡大期待、ドル建て資産の減価によるドル離れ、EUとの景気格差等ドル売り材料はいくらでも見つかる。ドルの減価期待が増価期待に変わるまでドル売りは続くだろう。住宅不況が底打ちし米国の景気回復期待が強まるまではドル高は望めないかもしれない。

日経平均株価は15,000円の大台を割り込み、債券利回りは低下し続けている。長期的にはこの傾向は持続するだろう。米国発の信用問題とはいえ、日本がその影響を被らず無傷

ですむことはなく、しかも「投機的な確信」が弱まっている環境では、株売り債券買いが基本スタンスだ。超低金利で支えられている相場は、投機が支配している相場であり、脆い相場である。米国の金融不安といった要因でさえ、日本株を揺るがすほどの影響を及ぼしていることこそ、その証左ではないか。



07年度下期の業績が減益に陥ることも予想され、その場合、日経平均株価は12,000円前後まで落ち込むこともあり得る。半面、債券利回りは1.2%程度まで低下するだろう。07年7-9月期の名目GDPが10年前(97年7-9月期)とほぼ同じという事実、つまり世界のGDPに占める日本比率の低下が、海外の主要株式に比べて日本株の売りが激しくなっている要因のように思える。