

週刊マーケットレター (07年8月13日週号)

2007年8月12日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	8月10日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	118.35(118.05)	121.75	119.90
ドルユーロ	1.3690(1.3770)	1.3745	1.3485
ドルポンド	2.0225(2.0415)	2.0270	1.9795
スイスフランドル	1.2085(1.1905)	1.2055	1.2205
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.92375(0.80250)	0.76969	0.66563
米国	5.57500(5.36000)	5.36000	5.36000
ユーロ	4.45375(4.30250)	4.19650	4.05688
スイス	2.37500(2.71167)	2.72167	2.38417
長期金利(10年債)			
日本	1.715(1.785)	1.960	1.665
米国	4.80(4.68)	5.02	4.64
英国	5.22(5.19)	5.47	5.07
ドイツ	4.36(4.31)	4.59	4.20
株 式			
日経平均株価	16764.09(16979.86)	18252.67	17736.96
TOPIX	1633.93(1672.54)	1789.20	1736.99
NY ダウ	13239.54(13181.91)	13501.70	13215.13
S&P500	1453.64(1433.06)	1510.12	1491.47
ナスダック	2544.89(2511.25)	2639.16	2533.74
FTSE100(英)	6038.3(6224.3)	6630.9	6524.1
DAX(独)	7343.26(7435.67)	7964.76	7415.33
商品市況(先物)			
CRB指数	310.91(318.17)	323.04	307.84
原油(WTI、ドル/バレル)	71.47(75.48)	72.81	61.81
金(ドル/トロイオンス)	670.3(672.5)	662.5	665.1

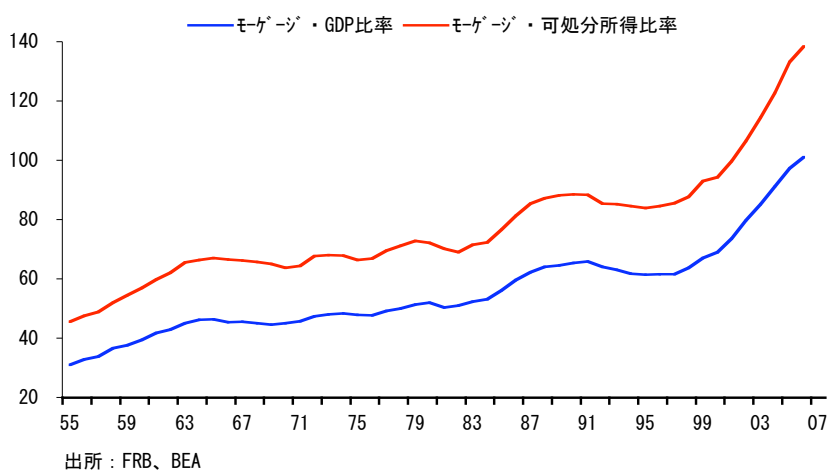
■ 実体経済から掛け離れた米モーゲージ残高

サブプライム問題はヨーロッパにも飛び火し、欧州中央銀行は9日、10日と2日続けて合計1,558.5億ユーロの資金を短期金融市場に供給した。本家本元の米国でもFRBは9日の240億ドルの資金供給に続き、10日には「必要に応じて米金融市場に流動性を供給する」との緊急声明を発表、当日は合計3回のオペで380億ドルを供給、NYダウは下げ幅を縮小し小幅安で引けた。

欧米株式の大幅下落により、日本の株式も売られ、東証1部指数は年初来安値を更新、

昨年末を下回った。外人は7月の第4週以降、2週連続の売り越しだが、先週の売り越し額は相当な額だと思う。日本株が上がるか下がるかは外人次第であるから、日本株の相場はサブプライム問題がこれ以上拡大することなく、終息に向かうかどうかにか依存している。サブプライムの地雷が爆発し続けるのであれば、日本株は売られ、資金は債券に向かい、円高ドル安の進行が考えられる。結論からいえば、米国のサブプライム問題は短期で処理できず、長引く見通しであり、米実体経済を揺さぶり、外人の日本株売りが続くともみている。

マクロ経済とモーゲージ残高の関係



7日のFOMCでFRBは「景気」よりも「物価」を重視する姿勢を表明したが、今の状況は景気がどうなるかに重点を置くべきだろう。90年代の日本が経験したように、米国の15年におよぶ長い住宅ブームが不動産を膨らませ、その債権債務を整理し処理する過程で、信用と経済にマイナスの影響をおよぼすからである。住宅抵当融資残高はうなぎ登りに増加し、実体経済との釣り合いを失ってしまった。日本と同様、グリーンズパンFRB議長が政策金利を03年に1%まで引き下げたことが、不動産の買いに火をつけた。

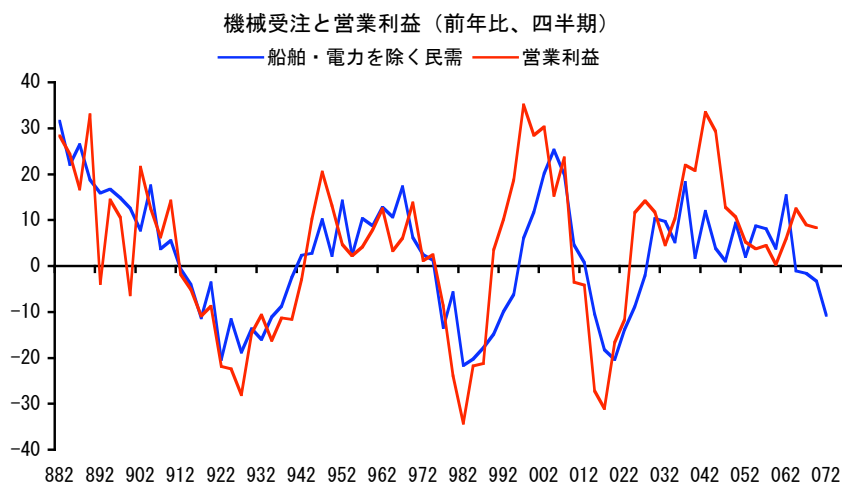
01年以降、モーゲージ残高は前年比2桁増と名目GDPの伸びを大きく上回っている。モーゲージ残高を名目GDPで除した数値は、長期的に上昇傾向をしめしているが、96年以降の上昇はこれまでに経験したことのない上昇である。95年の61.4%を底に06年には101.1%の跳ね上がり、名目GDPを抜いてしまった。80年代後半とは比較にならない急激な上昇であることから、米不動産の調整は激しく、期間も長くなると考えられる。モーゲージ残高を可処分所得で除した数値も同じ様な動きをしており、抵当融資は実体経済から掛け離れた規模に拡大してしまったことを証明している。

サブプライムはモーゲージの約1割といわれているが、住宅不況が長引くことになれば、モーゲージ全体に返済不能や滞りが発生するだろう。モーゲージから作られた金融商品が

どのくらい出回りだれが保有しているのか、規模が大きいだけに全貌を把握することは不可能である。BNP パリバのように問題が発生してはじめてあきらかになる。13.5 兆ドル（07 年 3 月末）に拡大したモーゲージをどのように落ち着かせるのか、米政府、FRB の取り組みが遅れているだけに、その道筋はみえてこない。

■ 利益の落ち込みを示唆する機械受注

日本株の下落要因はサプライだけではない。日経平均株価は昨年末比マイナスとなり、米国やドイツの株価よりも下げはきつい。欧米よりも景気への不安が強いからではないか。6 月の『機械受注』によると、民需（船舶・電力を除く）は前月比 10.4%減と 3 ヶ月ぶりのマイナスとなり、4－6 月期でも-2.4%と 2 四半期連続で前期を下回った。前年比では-17.9%と 02 年 8 月以来、約 5 年ぶりの大幅な減少となった。四半期ベースでは 06 年 7－



出所：財務省、内閣府

9 月期以降、4 四半期連続の前年割れだ。このように機械受注が前年を下回っているにもかかわらず 1－3 月期までの民間設備投資はプラスを維持している。IT バブル以降、両者は同時に同じ方向に変化していたのが、民間設備投資の拡大の長期化等により受注と設備投資に時間的な遅れが生じているようにも思える。やや遅れて民間設備投資が減少していき、収益も落ち込むことになろう。経験則に基づけば、機械受注の前年比減少率よりも営業利益の減少率が大きくなるのがあきらかだが、株価はこのような業績悪化見通しをあり得ないと判断しているようだ。日経平均株価の予想 PER（株価収益率）は 17.8 倍に低下してきたが、今期、1 株利益が 10%減少すると、16,764 円でも PER は 21 倍に上昇する。収益が減少する過程では PER は低くなり、株価は収益の減少率以上に落ち込んでいくことになる。1 株利益の 10%減で PER17 倍を前提にすると、日経平均株価は 13,515 円となる。