

週刊マーケットレター（09年2月16日週号、No.267）

2009年2月15日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	2月13日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	91.80(91.85)	89.35	97.70
ドルユーロ	1.2865(1.2940)	1.3180	1.2770
ドルポンド	1.4385(1.4800)	1.4475	1.4855
スイスフランドル	1.1615(1.1640)	1.1190	1.1875
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.63625(0.65688)	0.76000	0.89500
米国	1.23750(1.24125)	1.09438	2.14875
ユーロ	1.93500(2.02125)	2.60750	4.23125
スイス	0.49833(0.51000)	0.57333	2.12500
長期金利（10年債）			
日本	1.260(1.335)	1.240	1.480
米国	2.90(2.98)	2.29	3.85
英国	3.55(3.74)	3.20	4.09
ドイツ	3.13(3.37)	2.98	3.71
株 式			
日経平均株価	7779.40(8076.62)	8413.91	8238.64
TOPIX	764.59(790.84)	814.12	837.53
NY ダウ	7850.41(8280.59)	8448.56	8835.25
S&P500	826.84(868.60)	871.79	911.29
ナスダック	1534.36(1591.71)	1546.46	1596.70
FTSE100（英）	4189.59(4291.87)	4399.15	4169.21
DAX（独）	4413.39(4644.63)	4636.94	4649.52
商品市況（先物）			
CRB 指数	213.14(224.36)	222.19	247.63
原油（WTI、ドル/バレル）	37.51(40.17)	37.78	58.24
金（ドル/トロイオンス）	941.5(913.9)	820.1	704.9

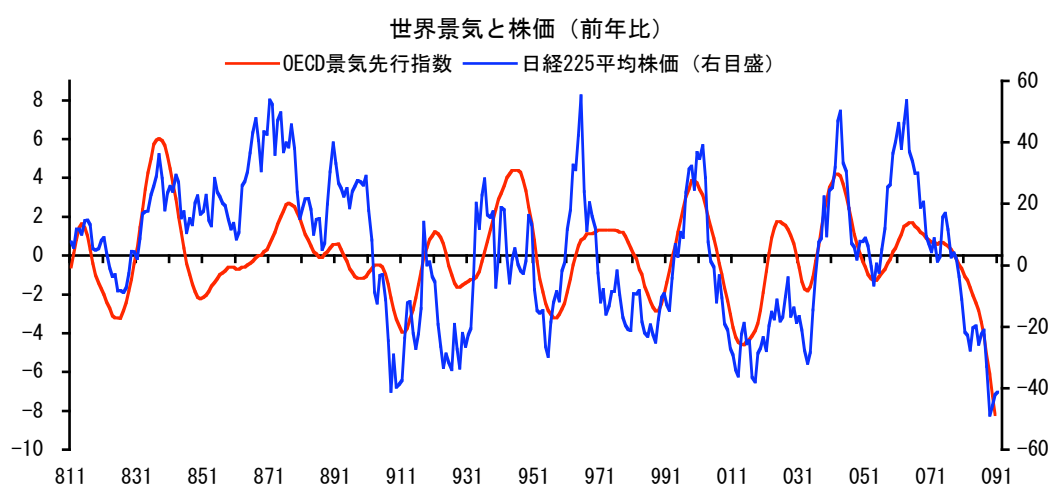
■ バブル崩壊後の安値に向かう日本株

企業は雇用の削減や固定設備の破棄等で特別損失が嵩み、今期の最終損益は上場全産業で前期の2割以下に落ち込んでしまいそうだ。来期も設備稼働率はなかなか回復せず、人や設備は今以上過剰になるだろう。来期の特別損失はさらに拡大し、最終損益の減少率は経常利益よりも大きくなると考えられる。

昨年10-12月期の企業業績が発表されるにつれて、日経平均株価の予想株価収益率（PER）は上昇を続け、13日には60倍台に上昇してしまった。経常利益ベースでも、60%程度の

減益が見込まれるが、最終損益にこの程度の減益を見込んでも、予 PER は 20 倍を超え、海外主要株価に比べると割高である。

16 日に昨年 10-12 月期の GDP が公表されるが、鉱工業生産指数の予測などから推測すると、今年 1-3 月期は前期よりもさらに減少し、08 年度の GDP を 3% 以上下回るだろう。09 年 4-6 月期以降 4 四半期、09 年 1-3 月期の水準が続くと仮定すると、09 年度の名目 GDP は前年比 3% を超える低下となる。08 年度の名目 GDP は 07 年度よりも約 19 兆円減少し、09 年度は 08 年度を 16 兆円下回ることになるかもしれない。2 年間で 35 兆円もの GDP が失われ、1993 年度以来の経済規模に後戻りしそうだ。



出所：OECD

09 年度の企業業績はさらに悪化し、来期の収益を前提にすると、PER は一段上昇し、株式の割高は際立つことになる。赤字企業の割合は今期以上に上昇し、株価の評価ができなくなり、株式どころではなくなる。外人売りは継続し、個人は株式を見切り、株式売買代金は 1 兆円を大幅に下回り、なにの戦略もなく過去数年間大量採用したバブル体質の証券会社は、窮地に追い込まれることになる。

外人は日本株を昨年 7 月以降、7 ヶ月連続して売り越し、合計売り越し額は約 6 兆円に達した。東証 1 部売買代金の外人比率は依然 5 割を超えているため、相場の主導権は外人が握ったままだ。いくら公的年金が買いをいれても、下落のスピードを弱める程度であり、とても回復させるような力はない。日銀は銀行保有株の買い取り再開するが、市場を歪めるだけだ。昨年 10 月、日経平均株価はバブル後の安値を更新し、近々、また安値を付けるような事態になると思うが、こうした状態から言えることは、これまで政府や日銀がしてきた市場介入はまったく効果がなかったということだ。

市場経済、構造改革、グローバル経済の意味を考えることなく、それに酔い、呪文のように繰り返した。そうした考えをあたかも経済を桃源郷のような世界へいざなってくれるように受け取った。世界経済は右肩上がりを持続すると錯覚してしまい、先にある滝など眼中になかった。国内需要はほぼ一定であったが、輸出の脆さを顧みず、設備投資の拡大

に奔走した。日本の製造業は輸出で成り立っていることさえ忘れてしまった。製造業の利益は輸出の関数であることが知られていたのに。先行きばかりに気をとられ、過去を振り返ることはなかった。90年代の経験がすこしも生かされなかったことが、なによりも、日本の英知のなさを物語っている。

NY ダウは週末、前週比 5.2%の 7,850 ドルと週末値では 03 年 3 月第 1 週以来の低い水準に下落した。1 月の月間減少率が-8.8 となり、過去 113 年間で最悪を記録したが、1 月がマイナスになると、年間でもマイナスになる可能性が高く、金融危機の長期化などを考慮すると、米株式の底入れはまったくみえない。

米景気対策は大統領の署名を待つばかりだが、規模は名目 GDP の 5.5%に当たる 7,870 億ドルにすぎず、しかも 2 年間で執行、減税は年央以降に実施されるなど、当面、景気の落ち込みを止めることはできない。その間、住宅価格の下落はさらに進み、金融機関の不良債権は増加し続けるだろう。实体经济に比べて異常に肥大化したモーゲージが、实体经济と釣り合いがとれた規模に縮小するには、3年以上の年月を要するのではないか。名目 GDP 以上に膨れ、痛んだモーゲージを解すことは容易でない。経済規模の縮小や貸出の高リスクを考えれば、金融機関は貸出よりも回収を優先し、信用収縮の状態が続くだろう。金融機関のバランスシートが依然ベールに覆われているため、新たな金融安定化策の実効性にも疑問符が付く。今回の景気対策や金融安定化策では、实体经济と金融経済が悪影響し合う関係は遮断できず、米国政府は次の対策を用意しなければならなくなる。