

週刊マーケットレター（09年3月9日週号、No.269）

2009年3月8日

曾我 純

■主要マーケット指標

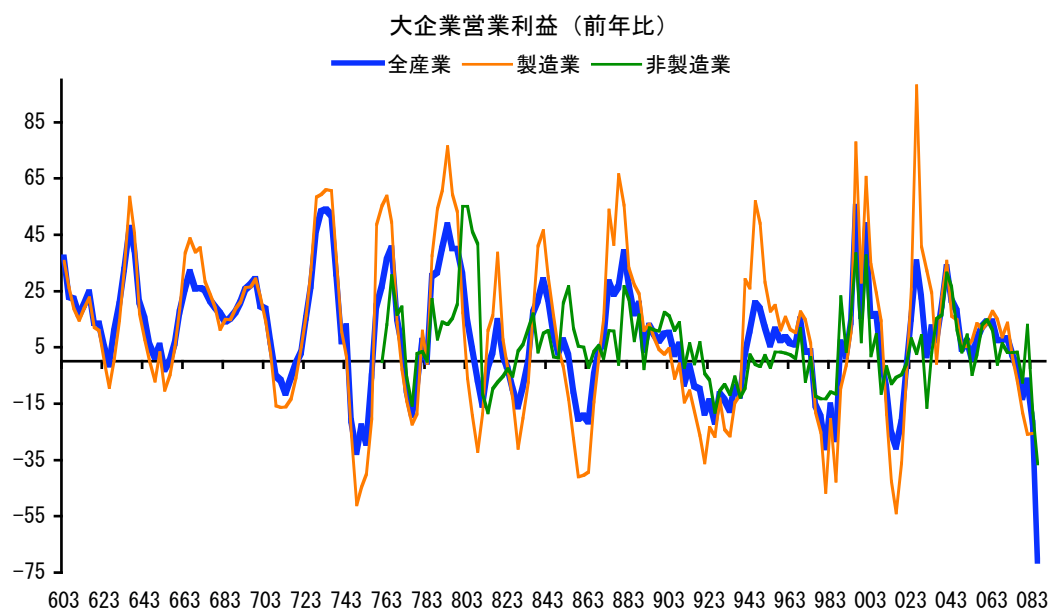
為替レート	3月6日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	98.30(97.55)	91.85	92.80
ドルユーロ	1.2655(1.2670)	1.2940	1.2715
ドルポンド	1.4085(1.4305)	1.4800	1.4735
スイスフランドル	1.1600(1.1705)	1.1640	1.2215
短期金利（3カ月）			
日本	0.62961(0.63750)	0.65688	0.95000
米国	1.29250(1.26438)	1.24125	2.18563
ユーロ	1.73188(1.82813)	2.02125	3.56750
スイス	0.48000(0.49500)	0.51000	1.16667
長期金利（10年債）			
日本	1.290(1.270)	1.335	1.370
米国	2.87(3.01)	2.98	2.70
英国	3.06(3.63)	3.74	3.41
ドイツ	2.93(3.12)	3.37	3.04
株 式			
日経平均株価	7173.10(7568.42)	8076.62	7917.51
TOPIX	721.39(756.71)	790.84	786.02
NY ダウ	6626.94(7062.93)	8280.59	8635.42
S&P500	683.38(735.09)	868.60	876.07
ナスダック	1293.85(1377.84)	1591.71	1509.31
FTSE100（英）	3530.73(3830.09)	4291.87	4049.37
DAX（独）	3666.41(3843.74)	4644.63	4381.47
商品市況（先物）			
CRB 指数	209.59(211.57)	224.36	208.60
原油（WTI、ドル/バレル）	45.52(44.76)	40.17	40.81
金（ドル/トロイオンス）	942.1(941.5)	913.9	750.5

■ 5割近い輸出の落ち込みで1-3月期の製造業営業利益は赤字に

株価を決める最大の要因は利益だが、その利益が出なくなってきた。『法人企業統計』によると、昨年10-12月期の全産業営業利益は5.7兆円、前年比57.0%も減少した。営業利益が激減したのは、売上高が前年比-11.6%（45.3兆円減）の減収となり、原価と販管費を33.6兆円、4.0兆円それぞれ削減したが、それでもコスト削減は37.6兆円と売上高の減少額を7.7兆円も下回ったからだ。

資本金10億円以上の大企業の営業利益は前年比71.0%とさらに酷い結果となった。製造

業に限れば、560億円の赤字となり、戦後最大の経営危機に直面している。売上高が14.8%も落ち込んではず術もない。大企業非製造業も36.5%の減益となり、減益率は過去最大である。非製造業の業績は製造業にやや遅れる傾向があり、09年1-3月期はさらに減益率は拡大するだろう。



出所：財務省

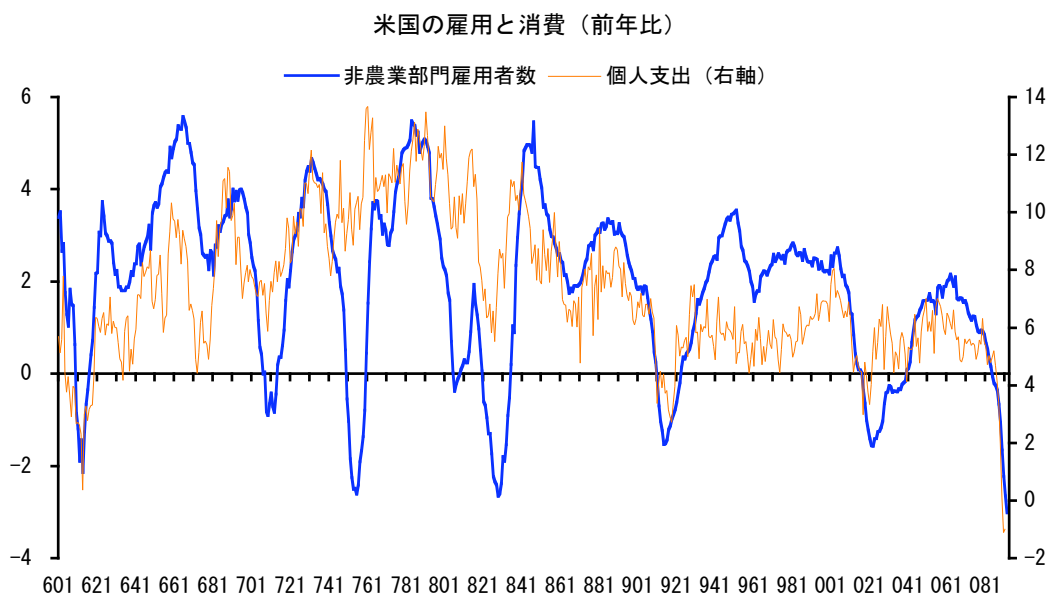
企業業績が過去最大の悪化となったのは、企業の収益構造が極端に輸出依存型になってきたからだ。02年以降、景気が回復していたとはいえ、内需は弱く、回復を支えていたのは偏に輸出であった。出来過ぎの輸出になにの疑問を抱くことなく、その背景を吟味することもなく、生産設備の拡大を図った。輸出という梯子を外されることなど夢想だもしなかった。横並び意識の強い日本企業のことであるから、同業他社が強気の経営計画を立てれば、経営者はなぜそのような計画が立案されたかを十分に考えることなく、みなそれに追随していった。だから、日本企業の業績悪化が主要国のなかでも際立って悪くなったのだ。

日本の企業業績は輸出依存度が高く、輸出が回復しなければ、企業業績も良くならない。昨年10-12月期の輸出は前年比23.1%減少したが、09年1月は-45.7%、2月上中旬は-46.5%と悪化しており、1-3月期でも50%前後減少するだろう。これだけ輸出が落ち込むことになれば、1-3月期の大企業製造業の営業赤字額は前期よりも拡大することは間違いない。

製造業の赤字拡大は製造業部門の人員削減や給与カットに繋がり、設備投資も一段絞り込まれるはずだ。こうした製造業部門の購買力の低下は、非製造業部門の売上減となって表れる。非製造業部門の業績悪化、コスト削減、設備投資の縮小・取りやめ等が広がり、景気は加速度的に下降していくことになる。今はそういう状況にある。

1月の鉱工業生産指数は前期比10.0%、前年比では30.8%も落ち込んだ。主力の電子部品・デバイス、輸送機械、一般機械は前年を50.0%、44.7%、36.1%それぞれ下回った。2月の生産指数は1月よりもさらに8.3%低下し、3月になってやっと2.8%の増加する見通しだ。生産指数は昨年10月以降、5ヵ月連続の低下となり、その間の低下率は34.0%に達することになる。経済産業省の予測通り推移すれば、1-3月期の生産指数は前期比-22.4%の急低下となる。09年3月の生産指数は08年度を24.4%も下回ることになり、3月の生産水準が09年度を通して持続すると仮定すれば、09年度の生産指数は前年度比24.4%減となる。

1-3月期の鉱工業生産指数が前期比22.4%も落ち込むことになりそうだが、これだけ急激な減少は、経済全体に対しても激しい衝撃を与えることになる。製造業の名目GDPに占める比率は約2割であり、鉱工業生産指数の落ち込みだけで、GDPを前期比4.5%程度減少させる。



出所：BLS、BEA

生産も輸出次第である。米国やユーロの経済回復の道筋がまったく立たないことから、輸出の回復は期待できず、鉱工業生産は超低レベルで推移すると想定すべきだ。2月の米非農業部門雇用者数は前月比65.1万人減少し、失業率は8.1%と前月から0.5ポイントも上昇した。非農業部門雇用者数の減少は経済のすべての部門に広がっており、1年前よりも416.8万人もの人の職が失われた。失業者の急増は消費を冷やすだけでなく、米国の最大の問題である住宅市場と住宅ローンを痛めつけることになる。

昨年12月のS&Pケース・シラー住宅価格指数（主要10都市）は前年比19.2%低下したが、失業率の急上昇などにより、今年に入りさらに住宅価格は落ち込んでいるだろう。MBAによると、昨年10-12月期の住宅ローンの延滞率は7.88%と前期より0.89ポイント上昇、

差し押さえ率も 3.3%と 0.33 ポイント上昇しており、金融機関のローンや証券化商品は一段劣化している。延滞率と差し押さえ率の合計は 11.18%だが、昨年 9 月末のモーゲージ残高（14.7 兆ドル）にこれを適用すると、1.64 兆ドルのモーゲージが返済されない状態に陥っている。さらに家計等は昨年 9 月末、21.4 兆ドルの不動産を保有しているが、住宅価格の下落により、時価は兆ドル単位で取得価格を下回っていると考えられる。米政府はシティ株式の保有や AIG への新たな対策等を打ち出したが、住宅バブル破裂によるバランスシートの不均衡とそれに伴う実体経済の急激な悪化により、米景気の落下速度は増している。