

週刊マーケットレター（09年5月11日週号、No.276）

2009年5月10日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	5月8日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	98.45(99.10)	99.75	91.85
ドルユーロ	1.3635(1.3265)	1.3280	1.2940
ドルポンド	1.5235(1.4859)	1.4675	1.4800
スイスフランドル	1.1065(1.1365)	1.1485	1.1640
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.53875(0.54875)	0.57563	0.65688
米国	0.93750(1.00688)	1.13875	1.24125
ユーロ	1.30625(1.36188)	1.44250	2.02125
スイス	0.40500(0.40333)	0.40000	0.51000
長期金利（10年債）			
日本	1.450(1.395)	1.450	1.335
米国	3.28(3.15)	2.85	2.98
英国	3.72(3.55)	3.34	3.74
ドイツ	3.46(3.16)	3.22	3.37
株 式			
日経平均株価	9432.83(8977.37)	8595.01	8076.62
TOPIX	895.35(846.85)	815.26	790.84
NY ダウ	8574.65(8212.41)	7837.11	8280.59
S&P500	929.23(877.52)	825.16	868.60
ナスダック	1739.00(1719.20)	1590.66	1591.71
FTSE100（英）	4462.09(4243.22)	3925.52	4291.87
DAX（独）	4913.90(4769.45)	4357.92	4644.63
商品市況（先物）			
CRB 指数	243.23(229.04)	223.71	224.36
原油（WTI、ドル/バレル）	58.63(53.20)	49.38	40.17
金（ドル/トロイオンス）	914.4(887.6)	884.8	913.9

■ トヨタの大幅営業赤字予想と2年連続2桁減の鉱工業生産指数

米国の株価は3月9日を底に反発しているが、日本は1日遅れの3月10日が底となり、米国を追従した動きを示している。米株が上昇すれば、外人が日本株を買うという期待から、個人も買い越しに転じており、商いは膨らんでいる。先週の7日、東証1部の売買代金は1月7日以来の2兆円超となり、売買高は30億株を超えた。流通市場だけが活況になり、株式は実体経済とますます掛け離れつつある。

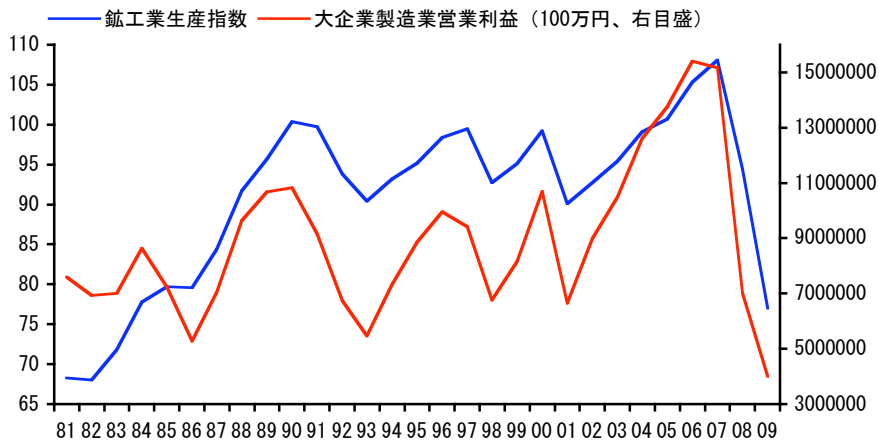
今期の企業収益が改善するのであれば、株価が持ち直すのは当然のことだが、まったく

どのようになるか分からない時点で、期待だけで買いが優勢になり値上りしていくことは、宝くじや賭博となんら変わりはない。理の通らぬ値上りはいずれ实体经济に吸い寄せられ、激しい下落となるだろう。

週末、日本を代表する企業のひとつであるトヨタ自動車は、今期の 8,500 億円の営業赤字になると発表した。赤字幅は前期よりも 3,890 億円も拡大しており、日本の製造業が今期、利益を上げることの難しさを訴えているように思える。今期、トヨタの売上高は 16.5 兆円、前期比 19.6%減少し、03 年 3 月期（16.0 兆円）以来、7 年ぶりの低い水準である。前上期の営業利益は 5,820 億円の黒字であったが、同下期は 1 兆 4,320 億円の赤字に転落した。今上期の売上高は 7.6 兆円と前下期を 0.7 兆円下回るが、営業赤字は 6,000 億円へと改善すると想定している。今期の生産台数は 650 万台、2 年前の 07 年度（891 万台）から 241 万台も減りながら、有形固定資産は 4.6%しか減少していない。

トヨタは原価改善や労務費等を削減し、コスト削減を図るが、支出を少なくすることは、トヨタにとっては支出の削減になるが、いままでトヨタに販売していた企業は売上高が減ることになり、こうした負の効果は次々と波及し、経済全体にとっては、需要が減少していくことになる。依然、横並び意識の強い日本企業のことであるから、製造業のリーダーであるトヨタの動向は自動車業界だけでなく、製造業全体に影響を及ぼすことになり、各社、大幅なコストカットに邁進することは目に見えている。そうなれば、結局、家計の所得も減少せざるを得ず、トヨタの車も売れなくなるのだ。

生産と利益（年度）



出所：経済産業省、財務省

注：鋳工業生産指数の09年度と大企業製造業営業利益の08、09年度は予想

3月の鋳工業生産指数は70.6、前月比1.6%増加し、6ヵ月ぶりのプラスとなった。だが、

過去5ヵ月の異例な落ち込みによって、3月の生産指数は08年度(94.4)を25.2%も下回るようになった。つまり、3月の生産指数の水準が4月以降、1年間続くと仮定すると、09年度の実績生産指数は08年度比25.2%低下することになる。予測指数によると、4月、5月は前月比4.3%、6.1%それぞれ増加を見込んでいるが、米国経済の状況などから、生産の足取りは重く、製造業が利益をだせる生産水準まで回復するには相当の時間を要するのではないかと懸念されている。

08年度の実績生産指数は前年比12.7%低下し、02年度以来6年ぶりの低い水準に落ち込んだ。IT不況で大幅な減産を強いられた01年度を底に、生産は6年連続で上昇したが、たった1年で元の木阿弥になってしまった。09年度の実績生産指数は2桁減になるのは避けられず、1983年以来の水準に落ち込むだろう。生産の大幅な低下は、製造業の原価率を引き上げ、収益をさらに悪化させることになる。

米大手金融機関19行の資産査定結果が公表されたが、これで、金融機関の不良資産が余す所無く解明されたかという点、はなはだ疑問である。時価会計の緩和に加え、オフバランスはそのまま放置され、資産査定とは名ばかりである。

09年3月の米商業銀行の貸出額は7.09兆ドル(出所、FRB)、昨年10月のピークに比べれば、0.17兆ドル減少しているが、前年比では2.2%増である。貸出は減少しつつあるとはいえ、大きな変化ではなく、不良資産処理もまだ十分に進展しているとはいえない。特に、不良資産の多い不動産貸出は3月、3.83兆ドルと過去最高を更新しており、住宅価格の値下がり率を適用すれば、これだけで年間0.74兆ドルの価値が失われていることになる。

FRBは金融機関所有の買い手がつかない住宅抵当証券を大量に抱え込むだけでなく、ゼロ金利政策を継続することにより、長短金利差を拡大し、金融機関に利益が転がり込む道具立てを揃えた。政府とFRBの金融機関のめんどろ見はなんとよいのだろう。