

週刊マーケットレター（07年12月31日週号）

2007年12月30日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	12月28日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	112.25(114.00)	111.20	114.80
ドルユーロ	1.4725(1.4380)	1.4630	1.4265
ドルポンド	1.9935(1.9825)	2.0575	2.0455
スイスフランドル	1.1265(1.1565)	1.1320	1.1645
短期金利（3カ月）			
日本	0.89775(0.96500)	0.98750	1.02625
米国	4.72875(4.85750)	5.13125	5.22875
ユーロ	4.68875(4.77625)	4.81125	4.78688
スイス	2.76000(2.76833)	2.74500	2.78500
長期金利（10年債）			
日本	1.500(1.550)	1.460	1.675
米国	4.07(4.17)	3.94	4.59
英国	4.62(4.71)	4.67	5.03
ドイツ	4.32(4.32)	4.15	4.32
株 式			
日経平均株価	15307.78(15257.00)	15680.67	16785.69
TOPIX	1475.68(1469.20)	1531.88	1616.62
NY ダウ	13365.87(13450.65)	13371.72	13895.63
S&P500	1478.49(1484.46)	1481.14	1526.75
ナスダック	2674.46(2691.99)	2660.96	2701.50
FTSE100（英）	6476.9(6434.1)	6432.5	6466.8
DAX（独）	8067.32(8002.67)	7870.52	7861.51
商品市況（先物）			
CRB 指数	358.51(354.23)	339.84	333.67
原油（WTI、ドル/バレル）	96.00(93.31)	88.71	81.66
金（ドル/トロイオンス）	839.6(811.6)	782.2	742.8

■ 減益予想下ではまだ割高な日本株

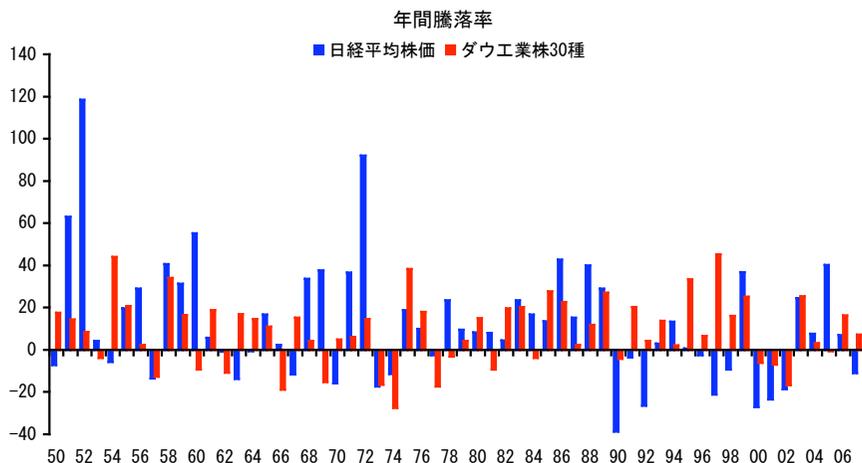
07年の日経平均株価の年間騰落率はマイナス11.1%と02年以来5年ぶりの下落となった。サブプライムで揺れている米国はNYダウの+7.2%（先週末時点）をはじめいずれもプラスであるほか、欧州の主要株価指数も06年末を上回っており、日本株の不振が目立つ。

今年2月には2兆円超買い越した外人は、8月以降掌を反したように売り優勢となり、同時に、株価は下げ足を速めていった。外需頼みの日本経済は米国などの影響が大きく、

来年の企業業績は厳しいものになると予想しているように思う。

最近の調査によると、株価を決める主因である利益は悪化しつつある。『短観』によれば、07年度の大企業経常利益は前年比 2.4%増、『法人企業景気予測調査』では同 0.3%減だ。ただ、07年度下期は両調査とも減益予想であり、こうした収益悪化見通しが強まるなかでは株式の下落リスクは高くなり、処分売りや見送り姿勢が多数を占めることになる。

日経平均株価の株価収益率（PER）は年末、16.4 倍だが、07年度の1株当たりの利益を横ばいと仮定すると PER は 17.4 倍に上昇する。利益が減少する過程では、PER は低下する傾向が一般的にみられ、PER は 15 倍以下に低下しても不思議ではない。まして、08年度の日本経済は名目成長率がプラスを維持できるかどうかといった低成長になる可能性が高く、S&P500 の PER よりも低くなって当たり前。07年度の利益が 06年度比横ばいとなり、08年度が 10%減益だと想定すると、日経平均株価は 1万 3000 円弱で PER は 16 倍となる。最悪のケースでは、株価はさらに下振れすることも考えられる。

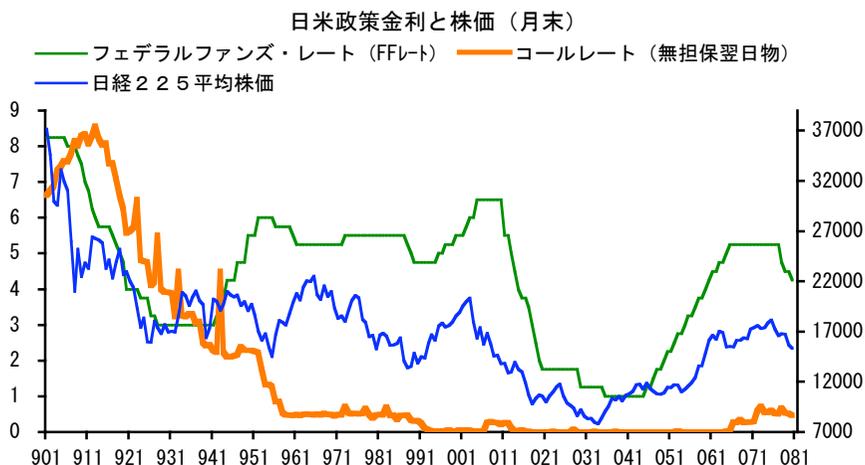


日経平均株価が年間プラス・マイナスになった回数を調べてみると、89年までのバブルの10年間はすべてプラスと異常であったが、それでも50年代、60年代、70年代はいずれもプラスがマイナスの回数を上回っていた。だが、90年代はマイナスが6回となり、07年までの8年も4勝4敗と来年以降2年連続でプラスにならないと09年までの10年も勝ち越しにはならない。だが、90年代以降の騰落率をみると、騰落率がマイナスに転じたときは、3回とも3年連続で下落している。今回は経験則が当てはまるかどうかかわからないが、内需低迷という国内要因だけでなく、住宅バブルが弾けている米国経済や資源高の反落懸念等から推測すれば、08年末も日経平均株価は前年を割れ、2年連続の下落になるだろう。

米国経済は住宅不況の影響が消費や設備投資に波及しつつある。こうした实体经济の低迷を食い止めるために、FRBは引き続き政策金利を引き下げるだろう。今月も0.25%引き

下げ年 4.25%としたが、景気重視の姿勢を取らざるを得ず 08 年も利下げは継続され、年央には 3%程度まで低下する可能性が高い。米政策金利と日本の株価との連動性は強く、米政策金利が引き下げられているときには、日本の株価は下落する傾向がある。米国の利下げは米景気悪化のシグナルととらえられているだけでなく、それが日本の景気にも悪影響すると考えられるからである。

NY ダウが大恐慌前の最高値を更新したのは 25 年後の 1954 年であったが、最高値から 18 年経過していながら日経平均株価はまだその半分にも達していない。80 年代の日本の株価バブルは米 1920 年代のバブルよりも膨れていたのだろう。戦後一貫して成長率が低下していた事実を等閑視して、買い煽ったツケがいまだに尾を引いている。楽観的な調査レポートの氾濫、代わり映えのしない営業、新人の大量採用等、90 年代の厳しい経験がほとんど生かされていない。金融機関だけでなく、日本の企業は 90 年代を反省することもなく、したがってそこからなにかを学ぶことなく無為に過ごしたように思う。



日銀の超低金利により売買高だけは膨らみ、売買回転率はバブル期以上に高い。新規資金の流入ではなく、特定のマネーが頻繁に株式市場に出入りしているだけである。日本の株式市場を売買高から眺めれば、バブル期よりもさらに投機色は強く、まさに賭博場と化している。新興市場の大幅な下落などによって多数の個人のカネは泡と消えたのではないか。自己責任とはいえ、「貯蓄から投資へ」という甘い標語を掲げ、株式投資を促すようなインフラの整備を行った政府の責任は重い。労なくして金を儲けることなど昔も今もないのである。それほど儲かるのであれば、証券会社は自己売買だけで稼ぐことができるはずだ。稼げないから手数料の高い投資信託を売っているのである。

同じ過ちを何度も繰り返すようでは、日本経済の先行きは不安であり、沈みゆく泥船に乗っているような気がする。日本の正味資産は 05 年末、2,639 兆円と 98 年以降 8 年連続の減少だ。90 年末のピークからは 894 兆円減少したことになる。これから高齢化に拍車が

掛かり、少子化に歯止めが掛からなければ、年金や医療費の負担急増で正味資産を食い潰さざるを得なくなる。株式売買の遊戯に耽っている時間などないのである。（次号は休みます）