

週刊マーケットレター（09年3月30日週号、No.271）

2009年3月29日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	3月27日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	97.85(95.95)	97.55	90.80
ドルユーロ	1.3290(1.3580)	1.2670	1.4035
ドルポンド	1.4295(1.4455)	1.4305	1.4675
スイスフランドル	1.1440(1.1275)	1.1705	1.0675
短期金利（3カ月）			
日本	0.61250(0.61375)	0.63750	0.88625
米国	1.22000(1.22281)	1.26438	1.46750
ユーロ	1.52500(1.56625)	1.82813	2.98688
スイス	0.40417(0.41500)	0.49500	0.70000
長期金利（10年債）			
日本	1.330(1.255)	1.270	1.200
米国	2.76(2.63)	3.01	2.13
英国	3.28(3.02)	3.63	3.04
ドイツ	3.13(2.97)	3.12	2.93
株 式			
日経平均株価	8626.97(7945.96)	7568.42	8739.52
TOPIX	824.53(764.77)	756.71	846.58
NY ダウ	7776.18(7278.38)	7062.93	8515.55
S&P500	815.94(768.54)	735.09	872.80
ナスダック	1545.20(1457.27)	1377.84	1530.24
FTSE100（英）	3898.85(3842.85)	3830.09	4216.59
DAX（独）	4203.55(4068.74)	3843.74	4629.38
商品市況（先物）			
CRB 指数	222.26(226.08)	211.57	215.28
原油（WTI、ドル/バレル）	52.38(51.06)	44.76	37.71
金（ドル/トロイオンス）	923.0(955.8)	941.5	870.4

■ 金融・住宅・消費バブル崩壊の3重苦に苦しむ米国経済

米金融株の反発等（S&P500の金融株は3月9日の安値から先週末までに47.0%上昇）によって、日経平均株価も3月10日のバブル後最安値から22.3%上昇した。FRBの資金供給策（3月17日）や米政府の金融機関の不良資産買取策（23日）などに期待した買戻しが米国の株式相場を押し上げたと考えられるが、外人主体の市場であるため、日本も同じ発想で買われたのだろう。

長年の膿である金融機関の不良資産を短期間で処理することは、民間ではできない。預

金を維持しながら、銀行が資産を償却するには自己資本を使うしか方法はない。預金が流失すれば銀行は直ちに倒産することになるため、預金については、万全の努力を払っている。政府と民間投資家が共同で、最大1兆ドルの不良資産を買い取る計画だが、民間のリスクは小さいとはいえ、民間にそのような余力があるのだろうか。しかも、4月末に予定されている資産査定がどのような結果になるのかも気掛りだ。簿外資産も精査され、あらゆる膿が白日の下に晒されることになるのだろうか。このようなあやふやな政府の対策に過度の期待を寄せることは危険である。

米商業銀行の貸出等は7.04兆ドル（3月18日）と昨年10月末のピーク（7.26兆ドル）から3%の減少にとどまっている。そのうち不動産融資は3.8兆ドルとほとんど減っていない。総資産は12.09兆ドルとピークから1.8%減少しただけであり、商業銀行の中身は国からの資本注入を除けば変化はみられず、不良債権処理はこれからだといえる。

08年の米実質GDPは前年比1.1%と4年連続の伸び率低下となり、01年（0.8%）以来、7年ぶりの低成長となった。耐久消費財が-4.3%の大幅なマイナスになったことや住宅が不振を極めたことが、成長の足を引っ張った。だが、過去の景気後退期のように、設備投資はマイナスになっておらず、09年以降、設備投資の落ち込みが景気後退をより強めることになりそうだ。

耐久消費財を中心に個人消費支出が大きく伸び、消費が長期トレンドから上方にシフトしていた反動減は、今後数年続くだろう。住宅や金融資産の膨張だけでなく、消費もバブル化していたのである。実質GDPベースの住宅は05年がピークであり、実質GDPの5.4%を占めていた。そこで、05年までの10年間の実質GDPや支出項目の伸びと95年、85年までのそれぞれの10年間の伸びを比べてみると、05年までの実質GDPの成長率は、95年までの10年間を上回っている。支出項目では約7割を占める個人消費支出の伸びが高く、65年までの10年間に次ぐ高い伸びである。なかでも耐久消費財は2倍以上に拡大しており、長期トレンドから外れてしまった。住宅、金融バブルに加えて、こうした実体経済のバブルもまた激しい収縮に見舞われていることが、米国経済を重病に陥れているのである。

■ 輸出の落ち込み止らず赤字企業広がる

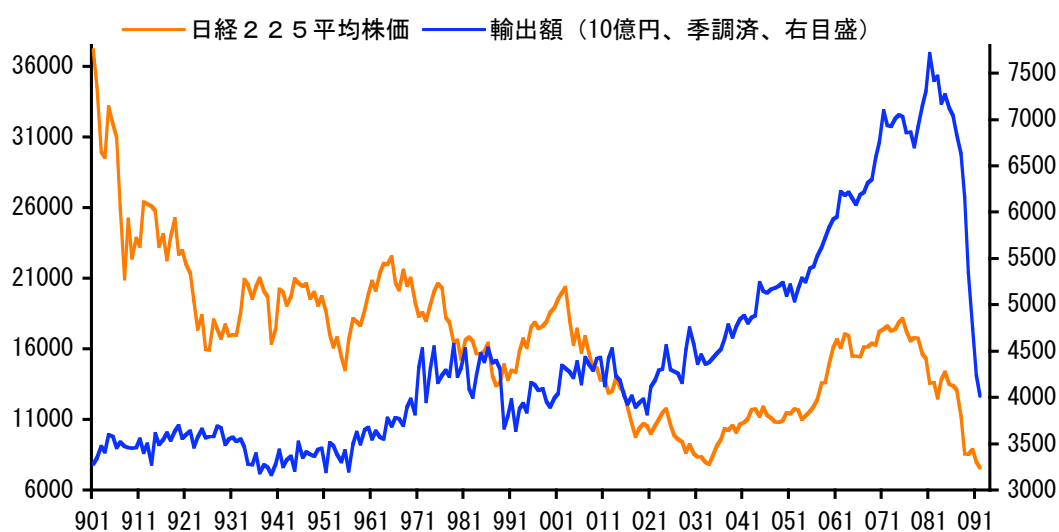
2月の輸出は4兆円（季調値）、前月比5.2%減少し、これで7ヵ月連続の前月比減となり、01年12月以来約7年ぶりの低い水準に落ち込んだ。ピークである昨年1月から47.9%も落ち込み、前年比では-49.4%と過去最大の減少だ。対米輸出は前年比-58.4%と半分以下となったが、その他の国にたいしても軒並み50%前後の減少となり、まさに壊滅状態である。

輸出は01年12月を底に、約6年拡大し続けたが、約1年で拡大の起点に戻ってしまった。米国経済は3重苦で身動きがとれず、欧州も住宅バブルの崩壊と東欧経済の急拡大の反動に悩んでおり、日本の輸出はしばらく回復しないだろう。急拡大以前の月4兆円台で

推移することになれば、年間の輸出額は 50～60 兆円程度となる。08 年の 81 兆円に比べると、最大 30 兆円以上も減少することになる。

09 年の輸出が 30 兆円も前年を下回ることになれば、電気、自動車、機械などすでに赤字企業続出だが、これから赤字になる企業はさらに増えるだろう。製造業の急激な業績悪化の影響は非製造業にもあらわれている。2月の小売業売上高は前年比 5.8%減と 7年ぶりの大幅なマイナスとなり、09 年の東京都の公示地価は前年を 6.7%下回った。2月の企業向けサービス価格は前年比-2.6%と約 7年ぶりの大きな低下だ。

輸出と株価



出所：財務省

1-3月期の『法人企業景気予測調査』（調査時点2月25日）によると、大企業全産業の経常利益は 08 年度下期、前年比 87.4%減となる見通しだ。3ヵ月前の予想では 31.3%減益であり、大幅に下振れした。これだけ下方修正しても、08 年度下期の結果はもっと悪くなるかもしれない。08 年度通期の大企業全産業経常利益は前年比-50.8%（3ヵ月前予想-25.1%）を見込んでいるが、これも下方修正の可能性が強い。

09 年度上期の経常利益は前年比-65.6%と引き続き大幅な減益を見込んでいるが、当期の売上高は前年比-16.7%と 08 年度下期よりもさらに悪化すると予想しており、このような減収を前提にすれば、経常利益の予想は甘いように思う。09 年度以降の輸出が引き続き月 4 兆円台で推移すれば、製造業は赤字から抜け出せないだろう。