

週刊マーケットレター（09年4月27日週号、No.275）

2009年4月26日

曾我 純

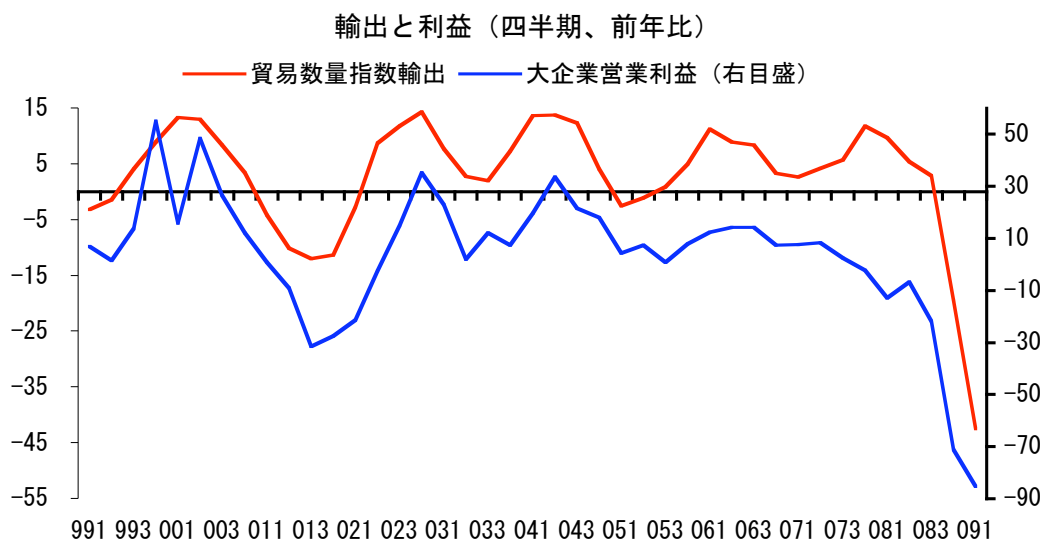
■主要マーケット指標

| 為替レート | 4月24日（前週） | 1カ月前 | 3カ月前 |
|-------------------|------------------|---------|---------|
| 円ドル | 97.15(99.15) | 97.85 | 88.75 |
| ドルユーロ | 1.3240(1.3045) | 1.3465 | 1.2975 |
| ドルポンド | 1.4680(1.4785) | 1.4675 | 1.3785 |
| スイスフランドル | 1.1385(1.1675) | 1.1315 | 1.1565 |
| 短期金利（3カ月） | | | |
| 日本 | 0.55250(0.56188) | 0.61125 | 0.69250 |
| 米国 | 1.07250(1.10188) | 1.22625 | 1.16938 |
| ユーロ | 1.39625(1.40688) | 1.55438 | 2.19000 |
| スイス | 0.40167(0.56188) | 0.41000 | 0.54000 |
| 長期金利（10年債） | | | |
| 日本 | 1.420(1.445) | 1.255 | 1.230 |
| 米国 | 2.99(2.94) | 2.70 | 2.62 |
| 英国 | 3.48(3.35) | 3.34 | 3.67 |
| ドイツ | 3.18(3.27) | 3.15 | 3.24 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 8707.99(8907.58) | 8488.30 | 7745.25 |
| TOPIX | 830.05(845.57) | 812.72 | 773.55 |
| NY ダウ | 8076.29(8131.33) | 7659.97 | 8077.56 |
| S&P500 | 866.23(869.60) | 806.25 | 831.95 |
| ナスダック | 1694.29(1673.07) | 1516.52 | 1477.29 |
| FTSE100（英） | 4155.99(4092.80) | 3911.46 | 4052.47 |
| DAX（独） | 4674.32(4676.84) | 4187.36 | 4178.94 |
| 商品市況（先物） | | | |
| CRB 指数 | 222.86(225.85) | 228.80 | 225.79 |
| 原油（WTI、ドル/バレル） | 51.55(50.33) | 53.98 | 46.47 |
| 金（ドル/トロイオンス） | 913.6(867.4) | 923.3 | 895.3 |

■ 暴落のエネルギーを溜める政府の証券対策

日経平均株価は 8,000 円台を維持しているが、08 年度の業績発表が本格化する前に、日経は日経平均株価や東証 1 部株価指数の予想 PER（株価収益率）を公表しなくなった。主要金融機関の純利益が大幅な赤字となり、23 日、300 倍近くに急上昇していた予想 PER がさらに上昇し、予想 PER を算出する意味がなくなったからだ。07 年度の実績値で算出すれば 9.94 倍と欧米の主要株価指数並みとなるが、08 年度の利益では途方もなく割高になる。09 年度に利益が急回復するかというと、営業利益ベースでは大幅減益になる可能性が

高く、異常に高い予想 PER が 10 倍前後に低下する目処はたたない。08 年度の大企業全産業の営業利益（金融・保険を除く、法人企業統計ベース）は前年度の半分程度に減少したと考えられる。08 年度上期の利益はまだ高い水準を維持していたことから、09 年度の営業利益も 08 年度のおよそ 50% の水準に落ち込み、予想 PER はますます上昇、日本の株価は異常な割高な状態にとどまる。



出所：財務省

注：09年1－3月期の営業利益は予想

日本の株式市場はもはや市場として機能しなくなっているといっても言い過ぎではない。市場万能主義がはびこり、株式市場はその象徴のように持ち上げられていたが、具合が悪くなれば、市場万能主義者は政府に働きかけ、頼りにし、市場を歪めることを平気で行う。予想 PER が異常な値に上昇しても、株価がそれ相応に反応しないのは、政府の介入を期待しているからだ。だが、将来、利益が回復したとしても、とても以前のような水準に戻ることはなく、实体经济と株価の乖離を政府の市場介入などで支えきれぬものではない。

戦後の日本の長期経済成長率を 10 年毎で見ると、1960 年代をピークに低下し続けている。60 年代、名目、実質ともに 2 桁の高成長だったが、99 年度から 08 年度（予想）までの年率成長率は名目ではマイナス、実質では 0.6% へと確実に落ち込んでいる。今後、人口構成の高年齢化と人口減という成長阻害要因が急速に強まることから、2010 年代は名目・実質ともマイナス成長になるだろう。

08 年度（予想）までの 53 年間の名目 GDP は年率 8.0% であったが、大企業の売上高は年率 8.6%（1960 年度から 2007 年度の 47 年間）、営業利益は 7.6%、当期純利益は売上高と同じ 8.6% であった。長期の推移をみれば、売上や営業利益等の企業業績の伸びは、名目 GDP に歩調を合わせていることから、今後の企業業績も伸びるのではなく縮むことになりそうだ。すでに 08 年度までの 9 年間の年率成長率がマイナスに転落しており、これからはマ

イナス幅が拡大するであろう。年金支払い等の政府の前提は、プラス成長と高い割引率を前提に算出しているが、ナンセンスの極みであり、まったく絵に描いた餅である。因みに、08年3月末の日経平均株価を1955年3月末と比較すると、年率6.1%にすぎず、当期純利益の伸びを2.5ポイントも下回っている。きわめて楽観的な経済を想定、経済運営をしていることへの不安を反映しているようにも思える。

日米の経済成長率の比較（年率）

| 日 本 | | 50年代 | 60年代 | 70年代 | 80年代 | 90年代 | 00年 |
|--------|--|------|------|------|------|------|------|
| 名目GDP | | 12.7 | 16.7 | 13.2 | 6.1 | 2.0 | -0.1 |
| 実質GDP | | 8.1 | 10.4 | 5.0 | 3.8 | 1.6 | 0.6 |
| デフレーター | | 4.3 | 5.7 | 7.9 | 2.2 | 0.4 | -1.1 |
| 米 国 | | 50年代 | 60年代 | 70年代 | 80年代 | 90年代 | 00年 |
| 名目GDP | | 6.8 | 6.9 | 10.2 | 7.6 | 5.4 | 4.9 |
| 実質GDP | | 4.2 | 4.3 | 3.2 | 2.7 | 3.1 | 2.3 |
| デフレーター | | 2.5 | 2.5 | 6.8 | 4.8 | 2.2 | 2.5 |

出所：内閣府、BEA

注：日本は年度、米国は暦年。00年代は08年までの9年間で日本は予測。

バブル崩壊後、政府はさまざまな政策を動員して市場への介入を強めたが、いずれも一時的な反応にとどまり、抜本的な回復には繋がらなかった。むしろ、政府の株式への介入が、市場機能を著しく弱め、不安定にしたのである。株式市場を活性化することが、経済の回復に結びつくといった間違っただけの考えが、いまだに罷り通っている。政府は個人を証券市場に誘い込もうとしているが、国民の多くが株式市場に参加し、日々の値動きに夢中になれば、本来成すべきことが疎かになることは必至だ。政府の政策は、まさに本末転倒、そのようなことになれば、日本経済はますます弱体化し、将来の生活は悲惨になる。政府はこれまでに行った証券政策と正反対の政策を採れば、株式市場も少しは改善するだろう。政府が、現状のような道理に外れた証券対策を採り続けるならば、そのことは単に暴落のエネルギーを蓄積しているにすぎないのである。（次号は休みます）