

## 週刊マーケットレター (09年10月5日週号、No. 294)

2009年10月4日

曾我 純

## ■主要マーケット指標

為替レート	10月2日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	89.80(89.60)	92.20	95.95
ドルユーロ	1.4575(1.4690)	1.4265	1.4005
ドルポンド	1.5920(1.5945)	1.6285	1.6400
スイスフランドル	1.0350(1.0275)	1.0605	1.0835
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.34500(0.34625)	0.38500	0.45250
米国	0.28406(0.28250)	0.33000	0.57750
ユーロ	0.69750(0.69875)	0.78438	1.06000
スイス	0.28667(0.29167)	0.30833	0.39500
長期金利(10年債)			
日本	1.250(1.305)	1.305	1.345
米国	3.22(3.32)	3.30	3.50
英国	3.42(3.59)	3.54	3.74
ドイツ	3.11(3.24)	3.22	3.32
株 式			
日経平均株価	9731.87(10265.98)	10280.46	9876.15
TOPIX	874.67(922.67)	949.81	924.02
NYダウ	9487.67(9665.19)	9280.67	8280.74
S&P500	1025.21(1044.38)	994.75	896.42
ナスダック	2048.11(2090.92)	1967.07	1796.52
FTSE100(英)	4988.70(5581.41)	4817.55	4234.27
DAX(独)	5467.90(5581.41)	5319.84	4718.49
商品市況(先物)			
CRB指数	252.87(250.50)	249.63	245.86
原油(WTI、ドル/バレル)	69.95(66.02)	68.05	66.73
金(ドル/トロイオンス)	1003.2(990.2)	976.6	930.7

## ■ デフレでは株は買えない

野村ホールディングスは9月24日、公募増資を発表したが、その翌日以降、日経平均株価は下げに転じ、10月2日には9,731円と24日比813円、7.7%も下落した。5,000億円もの資金を調達することは、内部の事情に加えて、先行きの株式相場を睨んで決定したことであり、株式市場へのインパクトは極めて大きかった。

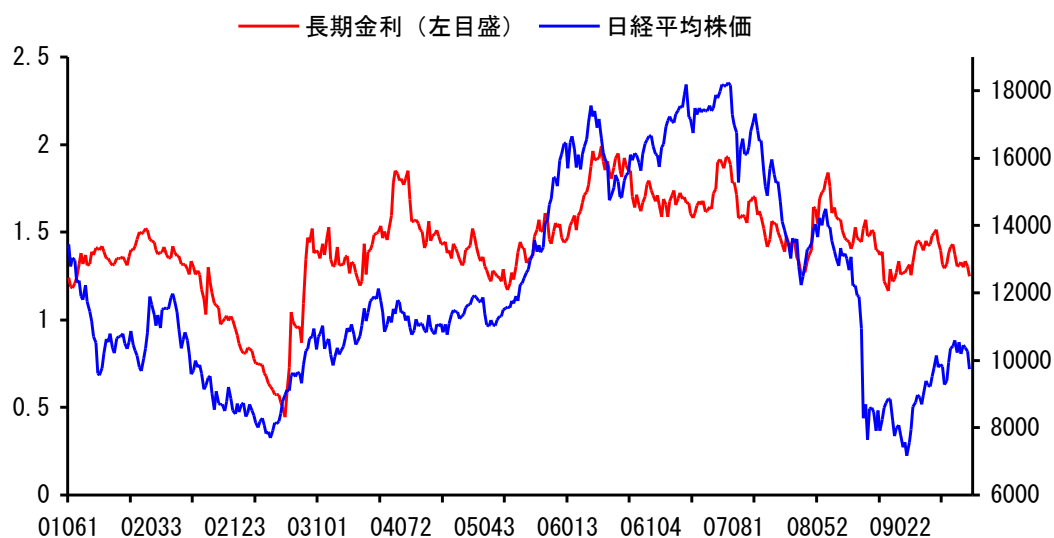
金融機関の多くは先を越されたと臍をかんでいることだろう。日興コーディアルが三井住友の傘下に入る前に、増資を発表したのも銀行に一撃を加え、ライバルを蹴落とす意図を

感じる。

相場が崩れてしまえば、証券だけでなく銀行は2010年3月期決算を乗り切ることができなくなるところも出てくるだろう。市場環境がさらに悪化することになれば、資金調達機能が麻痺してしまい、資本を厚くすることもできなくなる。調達できるうちに調達するという行動を取ったまでだ。

野村の増資発表後、株価は大幅に下落し、下げ原因のようにとられているが、野村の増資は単にきっかけになったにすぎず、下げの基本的要因は日本経済が弱く、企業業績から判断

日本の株価と長期金利（週末）



して、株価が割高に位置していたからである。

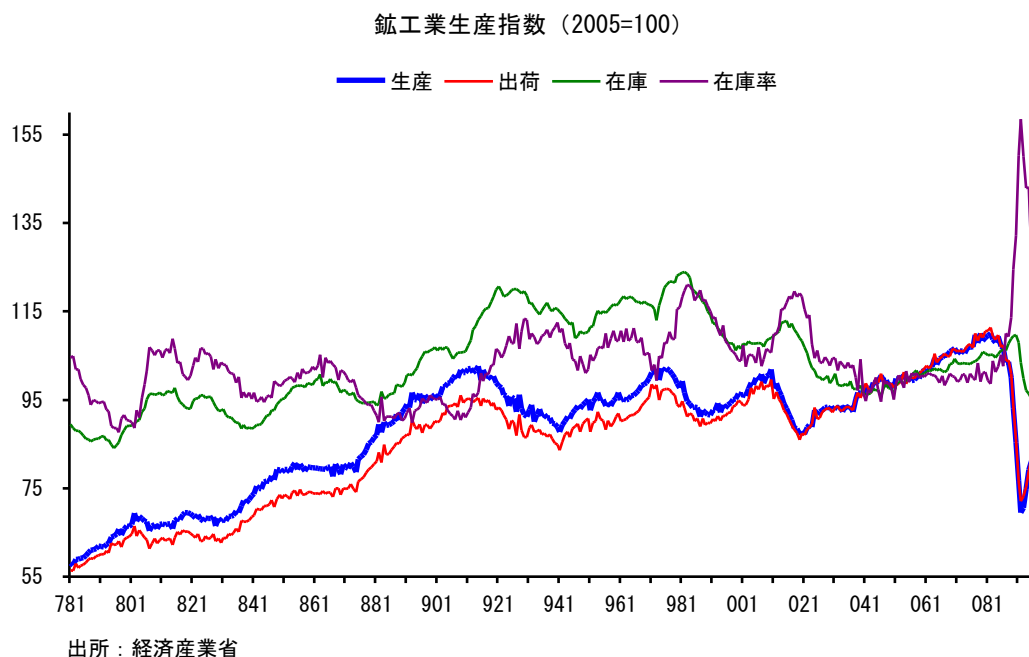
9月調査の『短観』によると、大企業製造業業況判断（「良い」―「悪い」）は-33%と6月から15ポイント改善し、先行きも良くなる見通しだが、「良い」と判断した企業構成比は6%と6月から2ポイント上昇したにすぎない。業況判断が改善したのは、「悪い」が減少し、「さほど良くない」が増加したからだ。「悪い」に「さほど良くない」を加えた比率はほとんど変わらず、「良い」の先行きは5%とやや悪化しており、企業の慎重な姿勢が窺える。

中小企業製造業の業況判断は-52%と大企業より19ポイントも悪く、企業規模が小さいほど、業況の回復も遅れており、全規模全産業では-38%、6月比7ポイントの改善となり、先行きは34%とさらに改善幅は緩やかになりそうだ。特に、中小企業非製造業は先行き悪化する見通しであり、全規模非製造業は横ばいが予想されている。

09年度の大製造業売上高は前年比14.3%の減収、経常利益は38.9%も落ち込む計画である。『法人企業景気予測調査』とほぼ同じ収益予想であり、下期には利益が出るようだが、輸出が

減少気味になるなど、売上が伸びず、収益率が悪化することも考えられる。

8月の鉱工業生産指数は84.1、前月比1.8%と6ヵ月連続のプラスとなり、前年比でも18.7%減までマイナス幅は縮小してきた。ただ、伸び率は4ヵ月連続で鈍化しており、08年度（94.4）の水準に戻るかどうかとも疑わしい。07年度（108.1）に比べれば、



22.2%も下回っている。

9月の新車販売は前年比3.5%と2ヵ月連続増だが、軽自動車は5.9%減少し、減税等の政策で引き上げられていることが如実にあらわれている。補助金の打ち切りによって、9月の米新車販売台数が前年比22.7%減少したように、優遇措置が打ち切られれば、日本の新車販売も再び失速するだろう。

現金給与総額は8月も前年比3.1%減と引き続きマイナス幅は大きく、給与のダウンが消費支出の削減に走らせ、8月の消費者物価指数（生鮮食品を除く）は前年比2.4%減と下落率は大きくなった。まさに、日本経済は需要減と物価下落の悪循環に陥っている。

地価の下落率が拡大していることから、住宅需要は一段冷え込み、8月の新設住宅着工件数は前年比38.3%減少し、マイナス幅は拡大、年率の住宅着工件数は67.6万戸まで落ち込んだ。デフレが現金の価値を引き上げているため、ものよりも現金志向がますます強まっており、そのようなときに、カネを借りてモノを買うような行動は採らないはずだ。

株価が下落するのは、企業収益の悪化に加え、デフレが一段進行したからだ。ものが売れないだけでなく、値崩れすることになるので、収益は予想以上に悪化することになる。資産に計上している棚卸資産の価値も目減りするだろうし、固定資産も減価する。他方、負債は

借入金が増えることになり、デフレ下ではバランスシートは実態からずれてしまう。

デフレでは銀行貸出は伸びず、信用創造機能は低下することになる。貸出は伸びない一方、預金は伸びるため銀行は国債を買う術しかない。日銀が銀行の国債を買い取り、銀行に現金を供給する。銀行に現金を供給しても貸出は増加しないので、その金で国債を購入せざるを得ない。

先週末の国債利回りは1.25%と今年1月下旬以来の低い水準に低下した。米国の経済統計が予想を下回ったことや円高ドル安が定着したことも国債の買い要因になった。IMFの『国際金融安定性報告書』（9月30日発表）も国債買い・株売り要因になった。それによると、2010年末までに世界の金融機関で発生する損失は1.5兆ドルに上る見通しだ。これまでに被った損失を上回る損失が出るかもしれないというのである。世界の金融機関は依然、資本の強化や収益力の向上を図る必要があるが、デフレ経済では建て直しは容易ではない。日本の金融機関にとっても、資本の増強・充実は茨の道になりそうだ。