

世界経済・市場の見通し

2009年2月26日

オフィス セントポーリア

代表 馬淵 治好

目次

結論～実態悪と相場の転換	2
米国の金融問題・住宅不況の先行きとオバマ新政権の経済対策 ～迅速な政策対応が景気悪化に歯止めをかけるか	5
日本経済の先行き～後退を加速させないかが鍵	18
その他諸国・世界経済の先行き ～陰りはさすが、新興国の成長が下支え	28
外国為替相場の先行き～円の独歩高は行き過ぎ	33
国際商品市況の先行き ～需要の減退以上に売られている商品相場	41
国内株式市況の先行き～悪材料を織り込み、底値固めの展開	48

結論

～実態悪と相場の転換～

世界経済・市場のポイント

- 世界景気は、日本を含めて、悪化が加速している。「100年に一度の証券・金融市場の波乱」が引き起こされ、これが金融の状況と、家計・企業の心理を、確実に悪化させた。景気実態は、まだ「100年に一度の大恐慌」と呼ぶには程遠い軽度の悪化に止まっているが、金融と心理の悪化が实体经济に波及し景気をさらに押し下げる過程を遮断するため、景気対策・金融対策が急務となっている。
- 幸いにして世界各国で対策が急速に打ち出されている。金融対策は既に一部市場で落ち着きをもたらしているうえ、景気対策も(実際の効果発動には時間がかかるが)心理面に好影響をもたらそう。
- 日米の景気底入れは2009年半ばが目途と考えられるが、当面は景気・企業収益については悪い知らせばかりがもたらされよう。しかし市場は織り込み済みとみられる動きも見せ始めた。実体価値に比べて市場が売られ過ぎと解釈される指標も多く、世界の株価や外貨(対円)、国際商品市況は、一進一退ながらも実態悪の中、基本的に戻り歩調をたどろう。

主要市場見通し

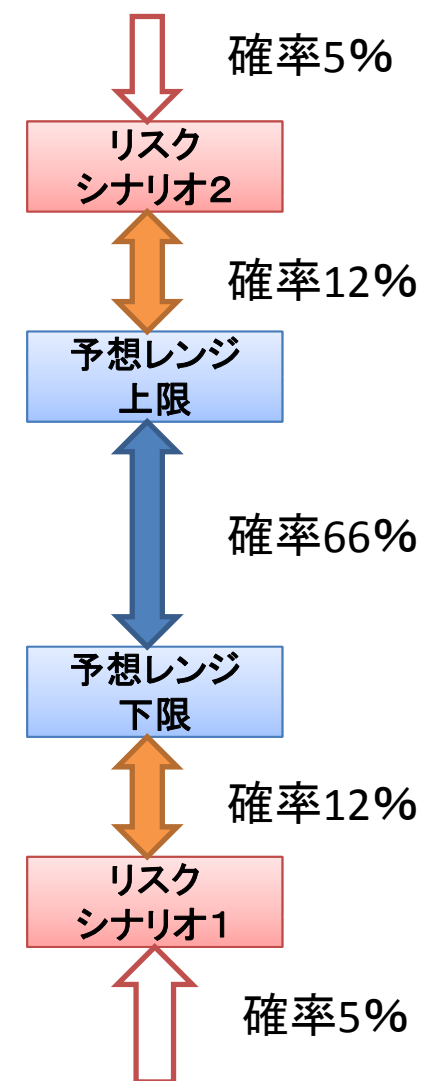
主要市場見通し(2009年2月3日時点)

	直近値(2/2)	2009年6月末まで		2009年12月末まで	
国内株価		7200～10500		9000～12000	
日経平均(円)	7873.98	6500: 景気実態の急激な悪化、オバマ新政権に対する失望、想定以上の金融機関の破たん、国内政局の混乱	12000: 景気対策期待の早期の盛り上がり、金融緩和効果の早期発動	7500: 実態景気回復の遅れ(主に7～8月頃)	14000: 来年へ向けての事態改善期待の拡大(主に12月)
国内長期金利		1.1～1.6		1.2～1.8	
10年国債利回り(%)	1.29	0.8: 景気底割れ懸念の拡大、株価の暴落、急速な円高	1.8: 早期の株価上昇	1.0: 景気回復の遅れ	2.0: 景気回復期待の盛り上がり
外国為替相場(対円)		83～100		90～115	
米ドル(円)	89.45	70: 米国の景気・金融情勢の想定以上の悪化、ないし悪化懸念の台頭	110: 米国の景気・金融情勢の改善や景気対策期待の拡大	80: 米国における事態改善の遅れ	125: 来年の米国の景気情勢に対する期待の拡大
ユーロ(円)	114.89	110～125		110～130	
		95: ユーロ圏の景気実態の悪化、英国の金融情勢の悪化に伴うユーロの連れ安	135: 想定以上のユーロ圏景気の底固さ	100: ユーロ圏の景気実態の悪化	140: ユーロ圏の景気底入れの明確化
豪ドル(円)	56.49	55～70		60～80	
		50: 世界景気の悪化による国際商品市況(特に鉄、銅)の底ぬけ、中国の景気腰折れ	80: 国際商品市況の早期の立ち直り、世界景気に対する楽観論の拡大	55: 世界景気回復の立ち遅れ、国際商品市況の低迷	90: 来年の世界景気立ち直り期待の拡大、国際商品市況の大幅な上昇、中国景気の高成長

(オフィス セントポーリア作成)

(中央のレンジは、そのレンジ内に66%(2/3)の確率で相場が収まると考える最小のレンジ)

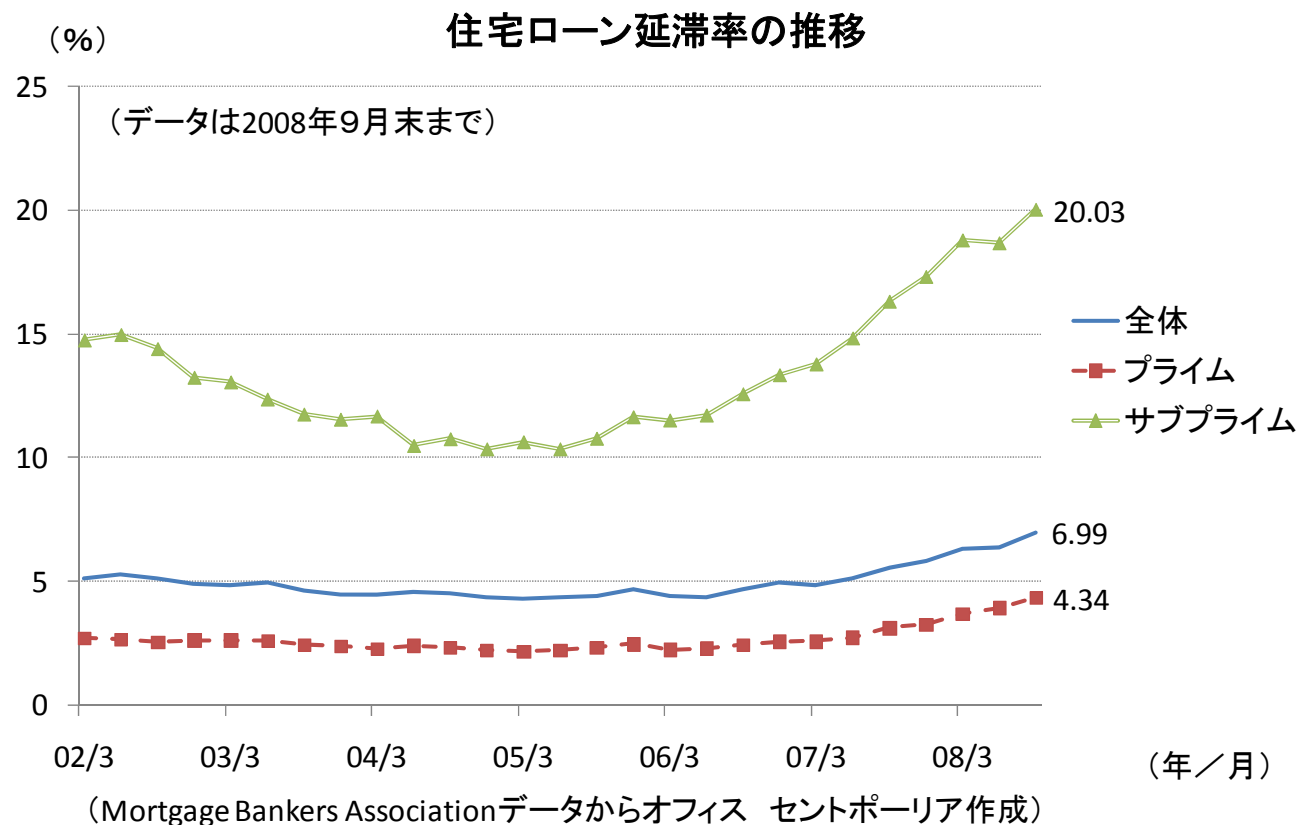
(レンジの左下はリスクシナリオ1(下方リスク)、レンジの右下はリスクシナリオ2(上方リスク)。リスクシナリオ1から2の間に相場が収まる確率を90%と見込んでいる。)



米国の金融問題・住宅不況の先行きと オバマ新政権の経済対策

～迅速な政策対応が景気悪化に歯止めをかけるか～

住宅ローンの延滞はサブプライムの2割程度

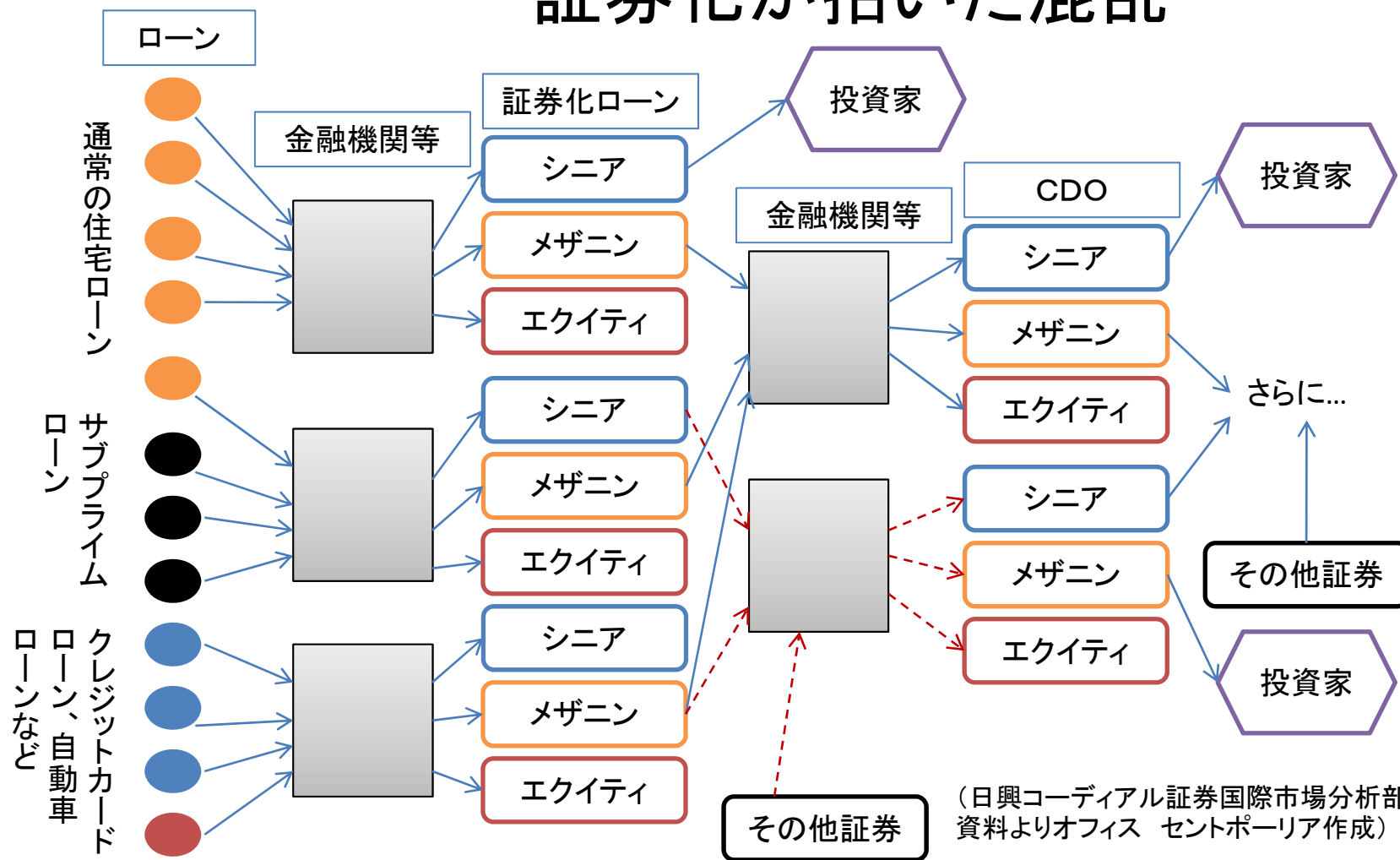


プライムローンは比較的信用力がある(返済能力が高いとみられる)借り手向けのローン。サブプライムは比較的信用力がない(所得が低い、貸し出し審査を受けてない、過去に貸し倒れの履歴がある、など)借り手向けのローンだ(数値的には、信用力を測るスコアに基づいて分類される)。プライムでもサブプライムでもないローンもある(中間層)。サブプライムローンは、住宅ローン全体のほぼ15%程度であるとみられる。モーゲージ(Mortgage)という言葉がよく聞かれるが、これは「担保」「抵当」という意味。住宅を担保にしたローンが、(住宅)モーゲージローン。モーゲージ金利とは、住宅担保ローンの金利のこと。

オフィス セントポーリア

- 住宅ローンの延滞率(30日以上予定より元利金の返済が遅れると延滞となる)は、ローン全体では7%程度。サブプライムに限ると20%程度である(さらに上昇するであろう)。
- 現在の延滞率を踏まえると、住宅ローンがすべてサブプライムローンであり(非現実的な仮定その1)、延滞しているローンがすべて貸し倒れ(非現実的な仮定その2)、貸し倒れたローンは担保が無価値(非現実的な仮定その3)だったとしても、住宅ローンそのものあるいはそれを証券化したものの、2割の価値が毀損するにとどまるはずだ。

証券化が招いた混乱



- サブプライム問題の元凶は、複雑な証券化にあったと言える。原資産（ローン等）が傷んだことにより、最終的にどの投資家にいくらの損失が発生するか、実態がわからなくなった。
- 証券化ローンを保有する金融機関は、その価値がわからないため、保守的に損失計上する（多めの損失見積もりを行う）形に追い込まれた。これが金融機関の経営不安を招き、金融機関への資金供給が滞り、経営危機を招いた。

また、株式・社債の投資家も、いたずらな不安にとられる結果となってしまった。

上図は、証券化の概念図であり、証券化の一例を示しているにすぎない。証券化の際に、ローンの貸し倒れ・延滞などによる損失を最初にかぶる部分をエクイティ(Equity)と呼ぶ。リスクが非常に高いので、債券ではなく株式(Equity)の一種のように考えられている。最も最後に貸し倒れなどの損失をかぶる部分をシニア(Senior、優先の意味)と呼ばれ、高格付けが付いている。その中間をメザニン(Mezzanine、中二階の意味)と呼び、やや低い格付けが付いている。上図右上の「CDO」とは、Collateralized Debt Obligation(債務担保証券)の略で、債券や貸付など様々なものを証券化したものを指す。



サブプライム問題による損失は？

- 米国の各ローン(住宅ローン以外も含む)に起因する、全世界における最終的な損失額の見通し(IMF:国際通貨基金による予想):
約1兆4000億ドル(2008年10月7日時点)
→約2兆2000億ドル(2009年1月28日時点)に修正。
- 「(1兆4000億ドルより)個人的にはもう少し増えていくとみている」
(白川日銀総裁の参院予算委員会での答弁、2009年1月19日)
→2兆2000億ドルのうち、銀行の損失は1兆3000億ドル、さらに米銀の損失はその6割の7800億ドル程度ではないかとみられる(オフィス セントポーリア推計)。これは米国のFDIC(Federal Deposit Insurance Corporation、連邦預金保険公社)加盟金融機関の自己資本(1兆3071億ドル、2008年9月末時点)の約6割である。



約2兆2000億ドルの損失のうち、銀行が1兆3000億ドルで、残りは保険会社、年金、ヘッジファンド等(各2500億ドル程度の損失)と推計される。地域的には、6割が米国における損失で、欧州に「飛ばされた」分が3割、その他地域(日本、中国など)が1割とみている(すべてオフィス セントポーリア推計)。ちなみに金融機関の自己資本とは、金融機関自身の(あるいは株主の)資金(=総資産－負債)。他社ではゴールドマン・サックスが、米銀の損失を1兆ドルと見積もっている(これでも自己資本の3/4)。

なお、1990年頃の米国では、住宅不況からS&L(Savings & Loan、貯蓄貸付組合)という種類の金融機関が多く破たんし、S&L危機と呼ばれた。当時の損失額は累計4810億ドルと推計され、同時期の米銀の自己資本の約2.5倍に達したとみられる。

(参考) 損失推定額の内訳

米国のローンを起因とした全世界における最終損失額の推計値

(単位:兆ドル)

種類	残高	損失推計値 (2008年10 月時点)	損失推計 値(2009年 1月時点)	損失率(%)
合計	23.2	1.405	2.200	9.5
ローン	12.4	0.425	0.536	4.3
住宅ローン	4.7	0.170	0.199	4.2
サブプライム	0.3	0.050	0.060	20.0
オルトーA	0.6	0.035	0.041	6.9
プライム	3.8	0.085	0.098	2.6
商業用不動産ローン	2.4	0.090	0.126	5.3
消費者ローン	1.4	0.045	0.054	3.9
企業向けローン	3.7	0.110	0.143	3.9
その他ローン	0.2	0.010	0.014	8.2
証券	10.8	0.980	1.664	15.4
ローン等を証券化したもの	7.2	0.770	1.412	19.5
社債	3.6	0.210	0.252	7.0

(IMF Global Financial Stability Report(2008年10月)及び同アップデート(2009年1月)よりオフィス
セントポーリア作成)

(損失推計値の内訳については、2008年10月時点のものは全てIMFの試算、2009年1月時点のものはIMFのレポートを元にオフィス セントポーリアが試算)



上表の「オルトーA」(Alt-A)は、サブプライムとプライムの中間のローン。損失率(損失推計値÷残高)をみると、サブプライムローン直接で20.0%、ローンを証券化したものについては19.5%。サブプライムローンの延滞率(2008年9月末で20%、おそらく今後さらに増える)と比べて、納得のいく数値ではないだろうか。

IMFは損失推計値の総額を1.4兆ドルから2.2兆ドルに増額修正したが、増額の理由は、主に(住宅ローンではなく)商業用不動産ローンと企業向けローンを証券化したものの時価が、当初想定以上に下落することから発生するため、と説明している。なお、総損失2兆2000億ドルのうち、世界の銀行がかぶる額が1兆3000億ドルと推計される(IMFのレポートを元にオフィスセントポーリア推計)。残り約9000億ドルは、主に保険会社、ヘッジファンド、年金等々がかぶることになる。

米国における経済・金融対策

① FRB(米連邦準備制度理事会、中央銀行)の動き

- 積極的な利下げや、市場・個別金融機関への積極的な流動性(=現金)の供給
- 最大8000億ドルによるローン担保証券(証券化ローン)の買い取り(2008年11月25日発表)、長期国債も購入開始の用意(1/28)

② 米政府の動き

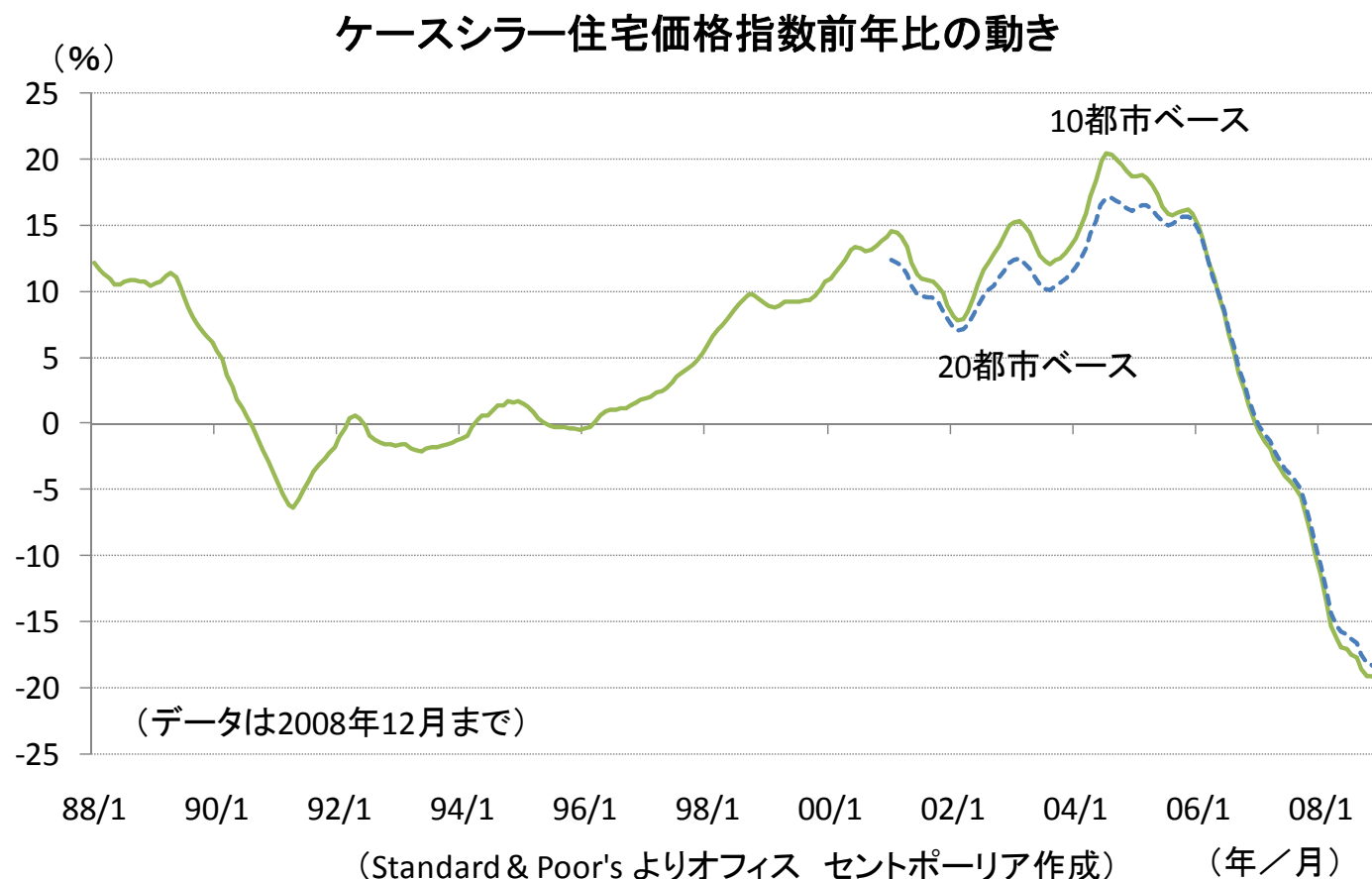
- 景気対策(原案8250億ドル→7870億ドルで上下院通過、2/13)~「グリーン・ニューディール」政策(公共事業、代替エネルギー開発、環境への投資)、自治体への財政支援など
- 住宅ローン借入者への支援(低金利ローンへの借り換え支援など)
- 銀行への公的資金注入(上限7000億ドルの資金で銀行株を引き受ける)→自動車「ビッグ・スリー」など、一般事業会社にも拡大(既にほぼ半額を使った)
- 「バッドバンク」(Bad Bank)による金融機関の不良資産の買い取り(政府単独の出資ではなく、官民で最大1兆ドルの買い取りファンド)



FRBは、流動性供給の際に買い取る資産を、伝統的な買い取り対象である国債からCP(コマーシャルペーパー)等にも拡大した。これについては、かつての日銀のような量的緩和(資金供給量に目標を設けて増加させる、量的な拡大)ではなく、信用緩和(Credit Easing、信用度のやや低い分野にも資金を供給する、質的な拡大)である、と説明している。

バッドバンク構想は、1990年頃の金融危機(S&L危機と呼ばれる)時のRTC(Resolution Trust Corporation、整理信託公社)に類似している、との解説も聞かれる。しかしRTCは、破たんした後の資産を保全し、整理売却していくのに対し、バッドバンクは営業を続けている金融機関から不良資産を買い取って救済する、という点で全く異なる。

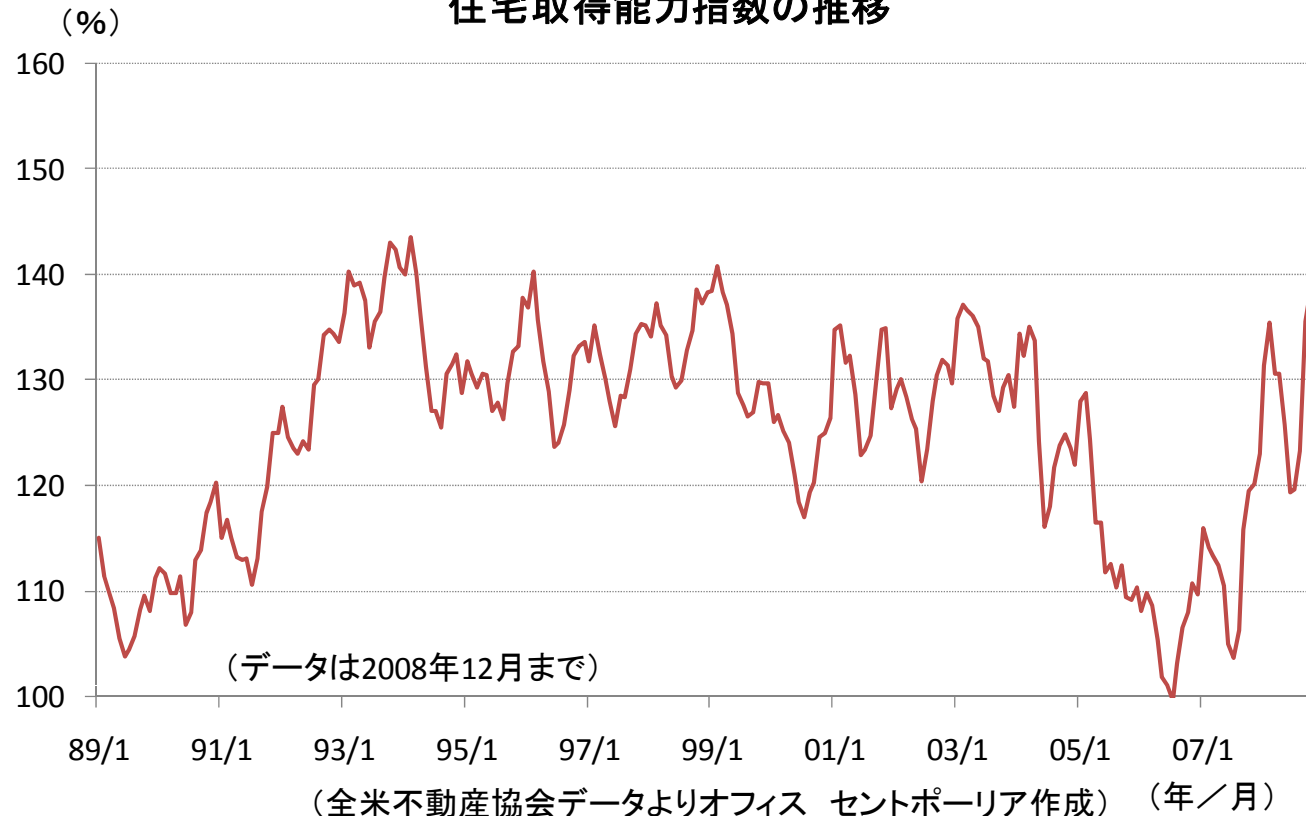
米国住宅価格の先行き改善はまだ見えない



- 米国住宅価格の動きをケースシラー住宅指数(都市部の住宅価格について集計したもの)でみると、前年比の悪化が続いており、まだ底打ちが見えてきたとは言い難い。
- FRB(米連邦準備制度理事会)による積極的な利下げや、証券化された住宅ローンの買い取り策などにより、先行きには希望があるが、まだ好転の兆しは確認されていない。

しかし米国では住宅の買いやすさは強まっている

住宅取得能力指数の推移

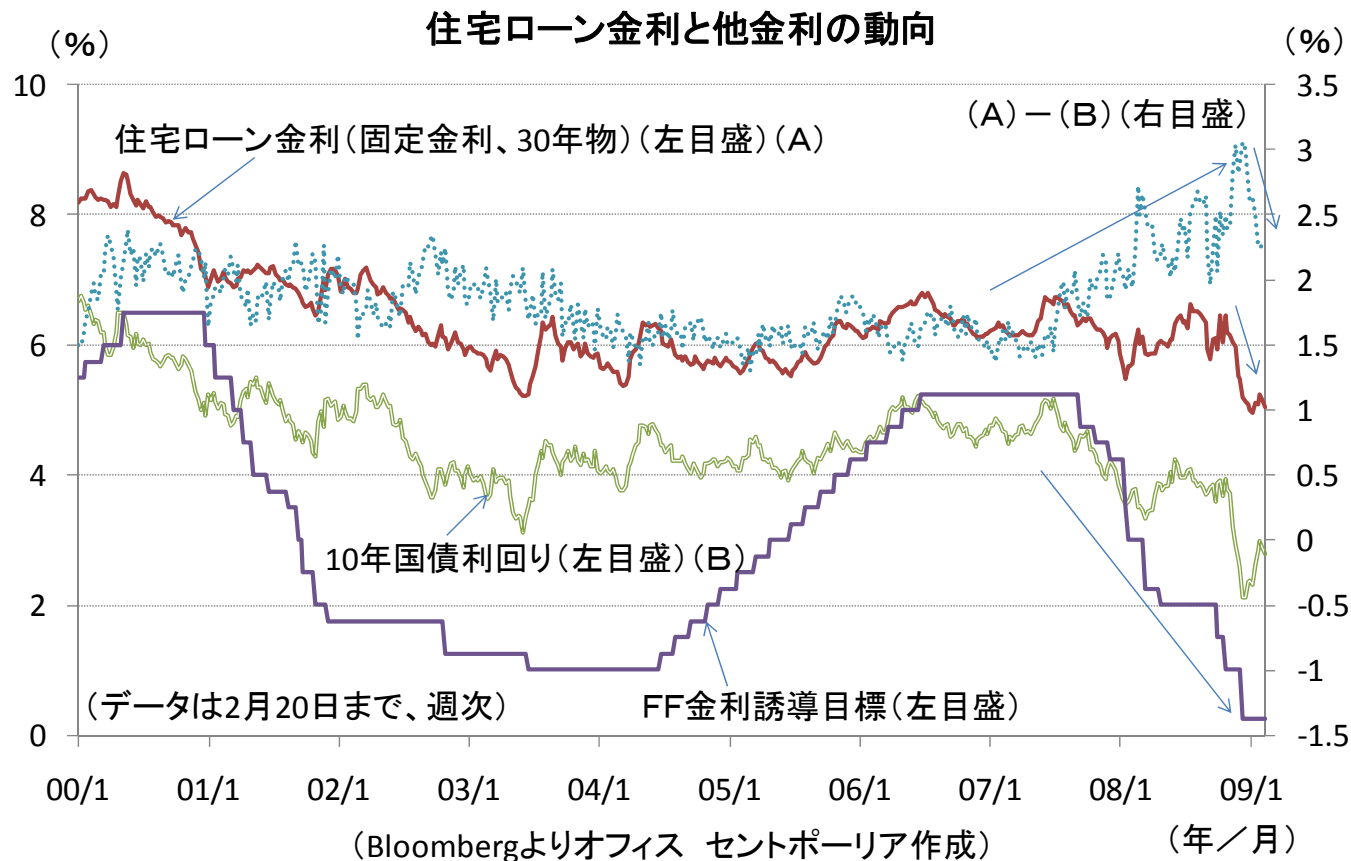


- 住宅を買う余裕度を示す住宅取得能力指数は、最近大幅に改善している。
- 同指数を計算するのに用いられるデータのうち、所得水準は大きくは変化しないので、改善の背景は主として住宅価格の下落と住宅ローン金利の低下によるものと考えられる。
- このような余裕度の改善から、やや時間はかかるが、いずれ住宅市場は好転しよう。



住宅取得能力指数の算出は、 $(\text{住宅取得能力指数}) = (\text{平均所得水準}) \div (\text{平均的な住宅を購入する場合、住宅ローン借入の申請条件を満たす最低の所得水準})$ 、による。この比率が高いほど、ぎりぎりローンを借りられる所得水準に比べ、実際の所得水準が高い(余裕がある)ことを意味する。①住宅価格が下落し、借り入れなければならない住宅ローンの総額が減少した場合や、②住宅ローン金利が低下した場合などにより、月々の必要返済金額が減少すると、住宅取得能力指数を算出する際の分母が減少し、指数が上昇する。

低下し始めた住宅ローン金利

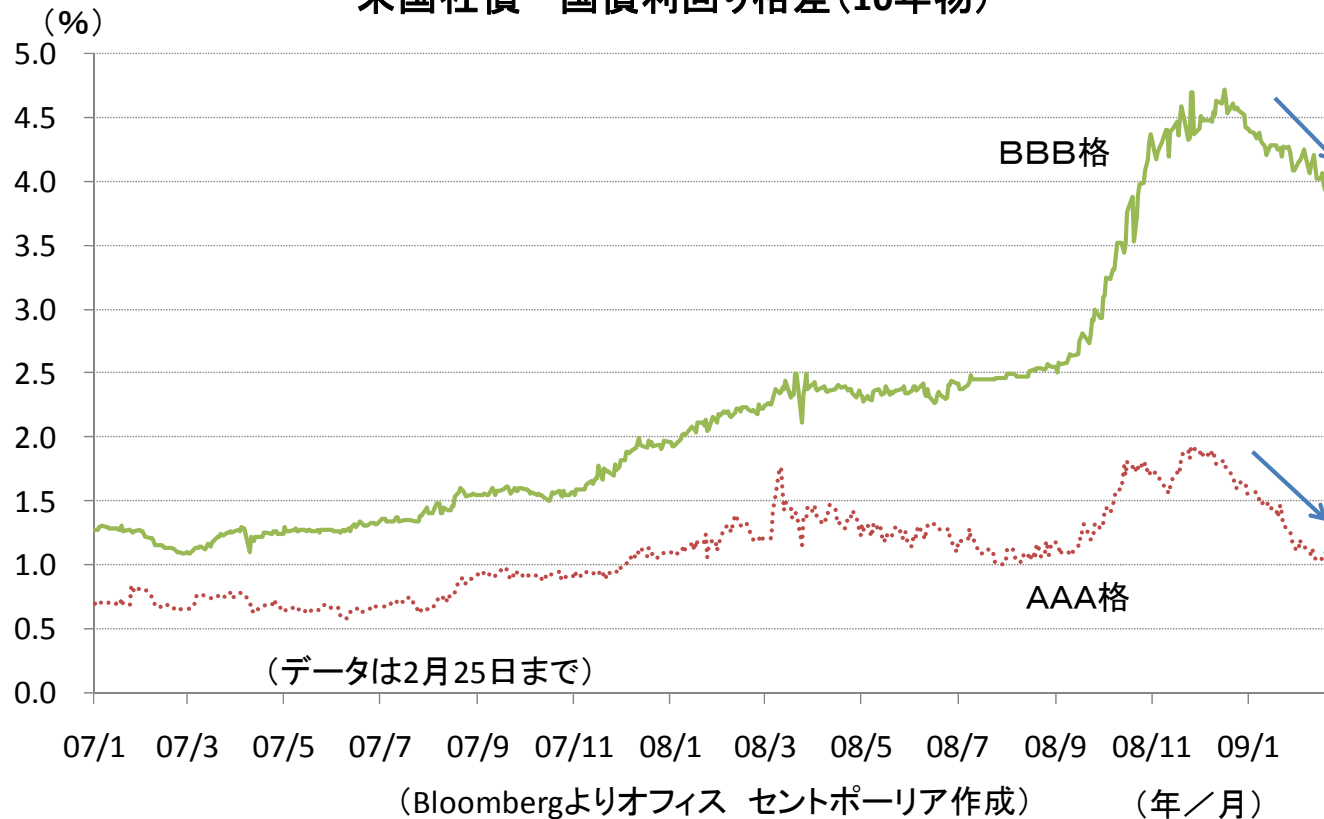


FRB(Federal Reserve Board、連邦準備制度理事会)は、米国の中央銀行(日本での日本銀行に相当する)。FF(Federal Fund)金利を上下に誘導することで、金融調整を行なう。なお、GSE(Government Supported Enterprise、政府支援機関)とは、連邦議会が設立した公共性の高い株式会社。その中に連邦住宅金融抵当公庫(俗称「フレディマック」)と連邦住宅抵当公庫(俗称「ファニーメイ」)があり、ともに住宅ローンの買い取り・証券化を行なっている。上記の住宅ローン金利のデータは、フレディマックが125社の住宅ローンの貸し手から集計しているもの。

- FRB(米連邦準備制度理事会)の積極的な利下げもあって、長期金利(10年国債利回り)も低下傾向を鮮明にしてきた。
- それにもかかわらず、最近までは、住宅市場の悪化や住宅ローン担保証券市場の機能不全から、金融機関や住宅ローン会社が住宅ローン金利の引き下げに慎重であった(左図の(A) - (B)の拡大傾向)。結果として住宅ローン金利の低下は緩やかなものにとどまっていた。
- しかしFRBが住宅ローン担保証券の買い取りを拡大したり、住宅ローンを買う取る機関(GSEと呼ばれる)への資金注入が行われたりしていることから、住宅ローン金利は低下基調を加速化しよう。

米国企業の信用不安は解消まで道半ば

米国社債－国債利回り格差(10年物)



- 米国の社債市場において企業の信用不安の度合を測ると、経済・金融対策への期待を中心に、一頃よりは改善に向かっていると言える。
- しかしBBB格社債と米国国債の利回り格差は、2008年9月の「リーマンショック」前の水準まで低下しておらず、信用不安が解消されたとはいえない。



BBB格社債と10年国債利回りの格差の最高記録は、大恐慌時の7.24% (1932年5月)。他の期間においては、せいぜい格差は3.8%前後であった (1938年4月の3.81%、1982年10月の3.82%、2002年10月の3.79%)。したがって、最近の4%超えという水準は、大恐慌に次ぐ最悪記録である。(以上の数値の出所は、Moody's社並びに大和総研)

銀行間の信用不安はだいぶ落ち着いてきた



- LIBOR (London Interbank Offered Rate、ロンドン銀行間金利)をみると、銀行同士の信用不安による貸し渋りから金利が急騰していたものが、だいぶ落ち着きを見せてきた。
- 米国における銀行への公的資本注入などの策が功を奏し、銀行間の信用不安は抑え込まれている。



上のグラフの、LIBORと米国債利回りの差は、「TEDスプレッド」と呼ばれる。「T」は米国債 (Treasury Bill) の最初の文字。「E」「D」は、ユーロドル (Euro Dollar) から来ている。ユーロドルとは、米国外で流通しているドルのことを言う (同様に、日本国外で流通している円はユーロ円)。ロンドン市場 (すなわち米国外) において、銀行同士が米ドルを融通しあう際の金利がLIBORなのだ。

米国株式市場の不安心理はいまだに残る

VIX指数の推移

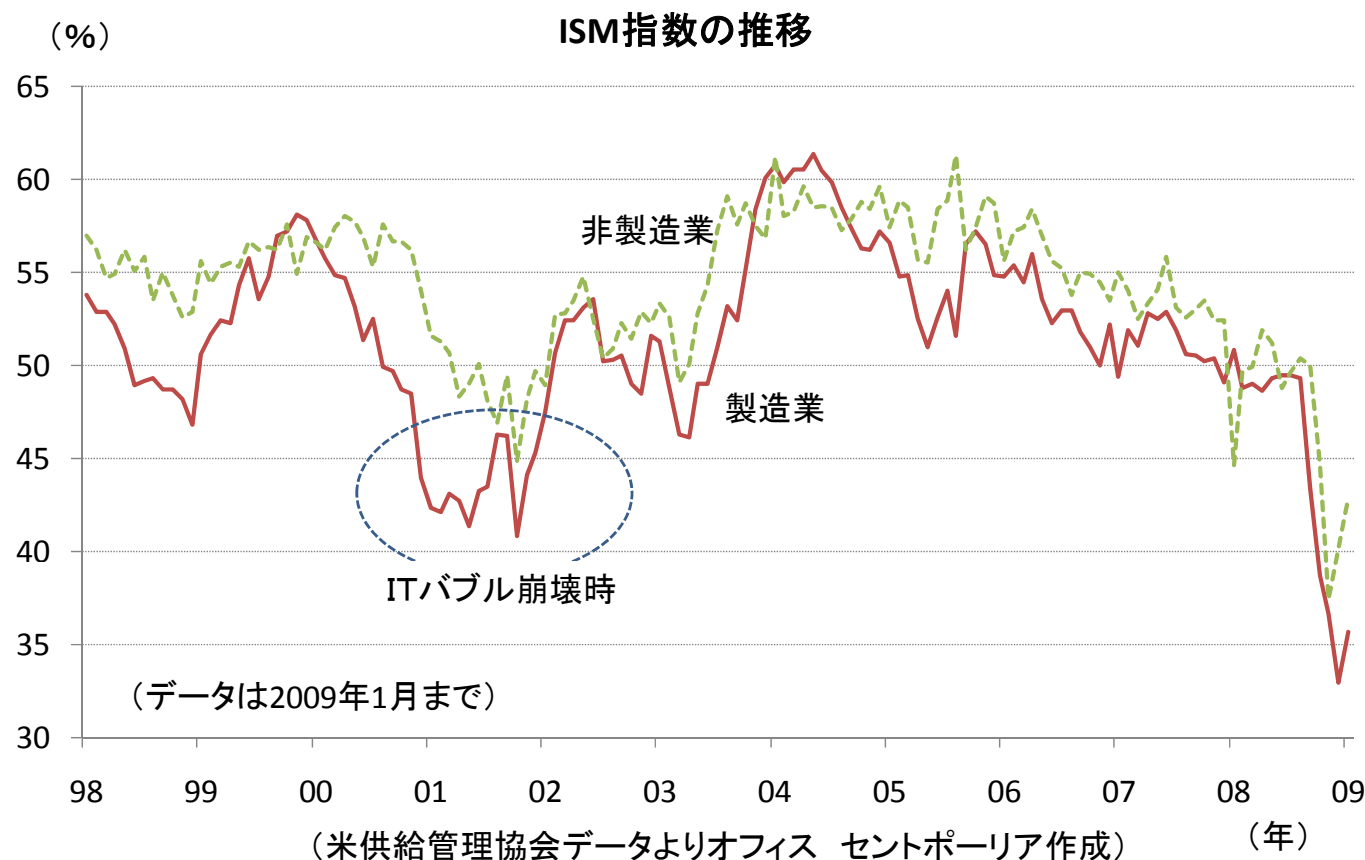


- 米国株価の予想変動率を示唆するVIX指数をみると、2008年11月に株価の乱高下が懸念されていたものの、現在の市場心理はやや落ち着いたことがわかる。
- ただし過去の水準と比べると、いまだに高く、市場の不安心理が完全に払しょくされたとは言えない。



VIX指数とは、米国の株価指数であるS&P500の予想変動率について、市場で取引されている価格を表したものである。この数値が高いほど、VIX指数を売買する投資家たちが、先行きの米国株価の変動が大きいと考えて取引していることを示す。先行きの変動率が高い＝今後の米国株式市場は荒れる、という意味になるので、VIX指数はしばしば「恐怖指数」とも呼ばれる。

米企業の景況感は大きく悪化



ISM (Institute for Supply Management、米管理協会)は、全米で資材調達や在庫管理等々の経営手法について調査・分析等を行なっている業界団体。旧名称はNAPM (National Association of Purchasing Management、全米購買部協会)。このISMが企業の景況感について集計している数値がISM指数。製造業指数は1948年1月分から、非製造業指数は新しく1997年7月分から公表されている。この数値が強いほど、企業の景況感が強いことを表す。雇用統計と並んで、毎月のデータの発表が早いので、注目度が高い統計である。

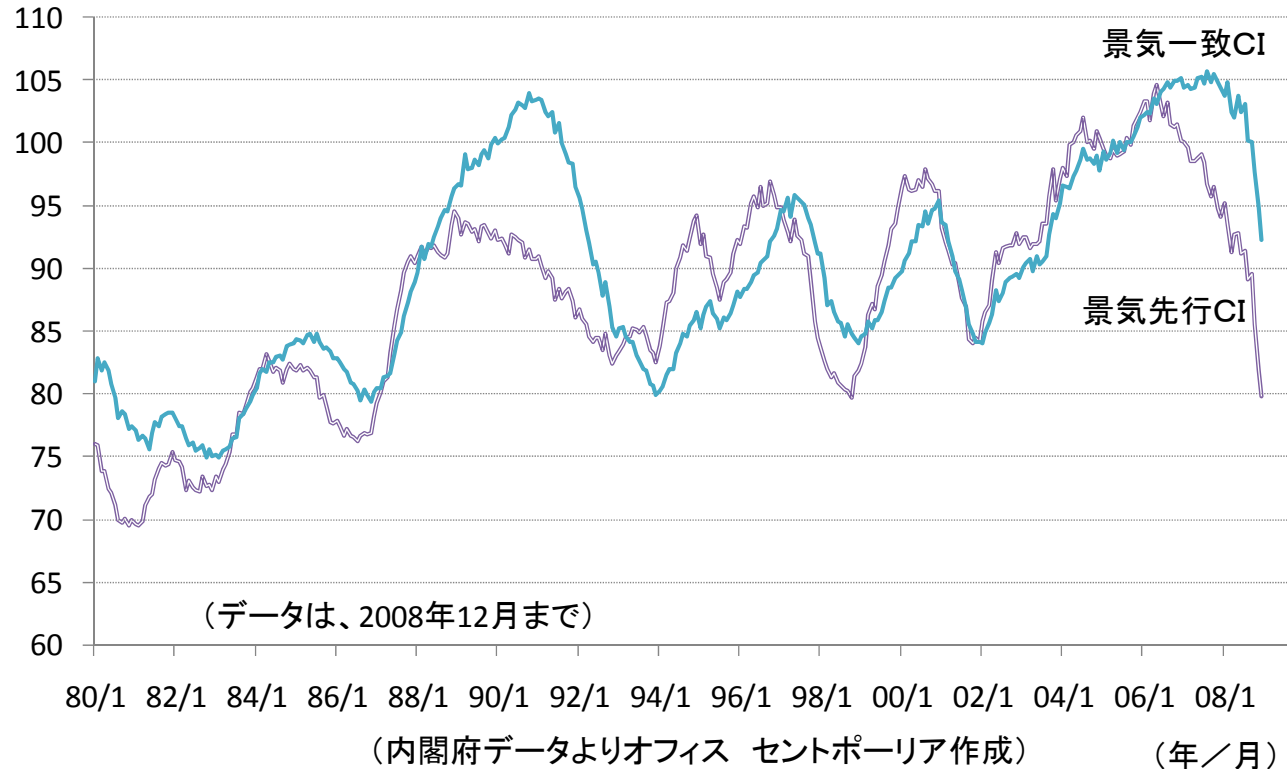
- ISM (Institute for Supply Management、米供給管理協会)による企業景況感の調査をみると、製造業・非製造業ともに、景気の先行きに対する見方が急速に悪化した。現水準は、2001年の不況期 (ITバブル崩壊) よりも悪い。ただし今年に入ってから、やや持ち直しの動きもみられる。
- 製造業指数の直近の底 (32.9、2008/12) は、第一次オイルショック時 (30.9、1974/12)、第二次オイルショック時 (29.4、1980/5) にほぼ並ぶ悪さだった。

日本経済の先行き

～後退を加速させないかが鍵～

国内景気は後退期に入っている

景気動向CIの動き

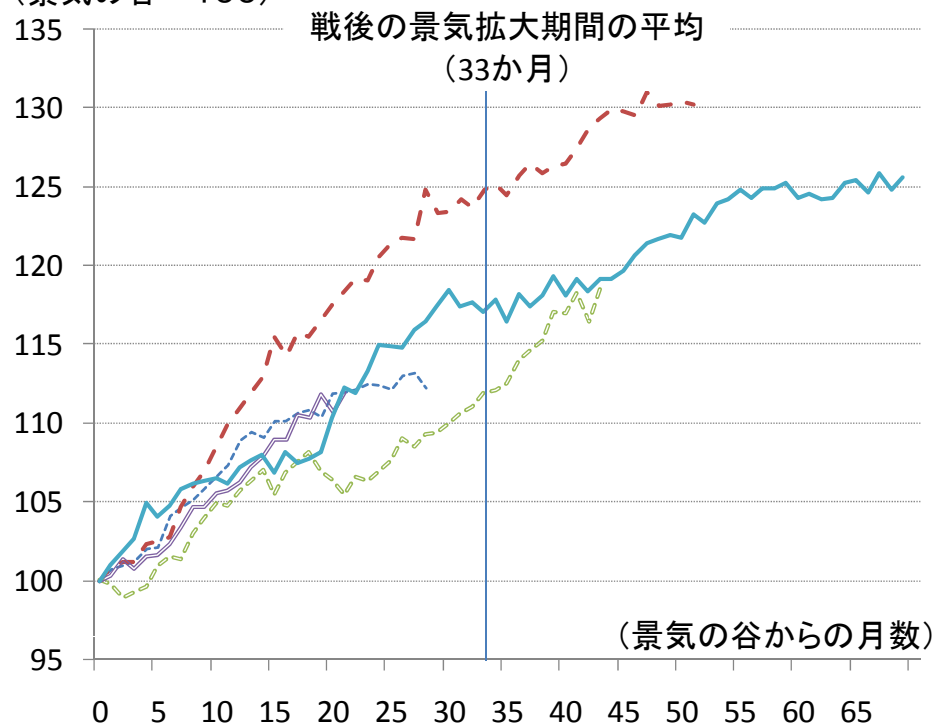


景気動向指数とは、いくつかの経済指標を合成し、景気の総合的な動きを把握しようとしたもの。景気に先んじて動くと考えられる12個の指標を合成した景気先行指数、景気と一致して動くと考えられる11個の指標を合成した景気一致指数、景気に遅れて動くと考えられる6つの指標を合成した景気遅行指数、の3種類ある。さらに各経済指標の変化の度合いを考慮したCI (Composite Index) と増減したかどうかだけから算出されるDI (Diffusion Index) の2種類があるため、景気動向指数は全部で $3 \times 2 = 6$ 種類となる。

- 景気全般の状況を示す景気一致CIは、2007年の8月をピークに下落に向かっている。このデータからは、その前後の時期が景気の山であったと考えられる(1月29日開催の内閣府景気動向指数研究会では、景気の山は2007年10月と暫定的に設定)。
- 今回は、景気先行CIの落ち始めた時期が早く、落ち方も急だ。この点では、1989年以降の株式・不動産バブル崩壊時に似ている。

最近までの景気拡大は穏やかだった

近年の景気拡大期における景気一致CIの動き
(景気の谷=100)



(内閣府データよりオフィス セントポーリア作成)

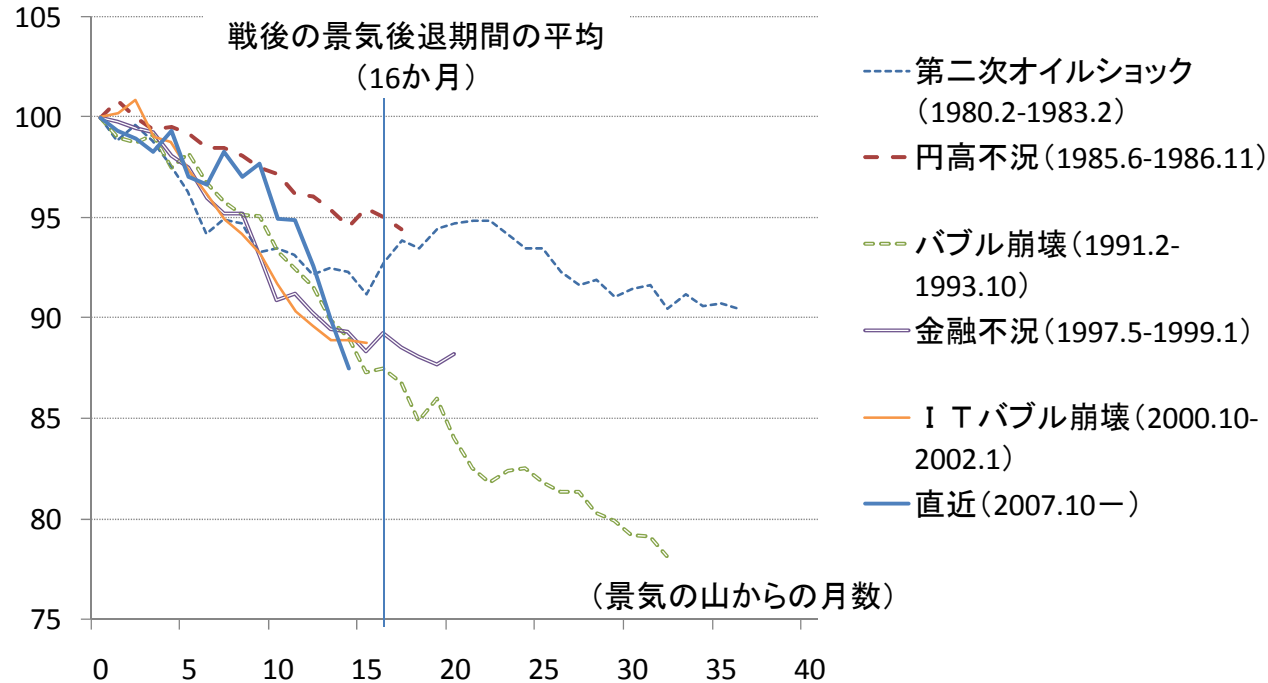


景気拡大期間につけられた名前のうち、上記の「バブル景気」「ITバブル」については、多少言い方の違いはあっても、ほぼ定着している。「ハイテク景気」「カンフル景気」については、広く定着した呼び名はなく、実際無名に近い。
なお、直近の景気拡大については、それ以前の戦後最長記録(57カ月拡大)であった「いざなぎ景気」(1965年10月～1970年7月)にちなんで「いざなみ景気」と呼ぶ人が多い。

- 近年の景気拡大期における景気一致CIの動きを比べると、最近までの景気拡大は、バブル景気に比べると穏やかで、何度か「踊り場」(階段の踊り場のように水平に近くなる「一休み」の部分)を交えていることがわかる。
- これはバブル崩壊後、家計も企業も慎重で、支出や投資に大盤振る舞いをしなかったため、緩やかな拡大にとどまったためと考えられる。そのため、行き過ぎ(過剰な設備や在庫、雇用、負債)は見出しにくく、景気の反動は小さく短く済む可能性もある。

景気の底入れのめどは2009年半ばか

(景気の山=100) 近年の景気後退期における景気一致CIの動き



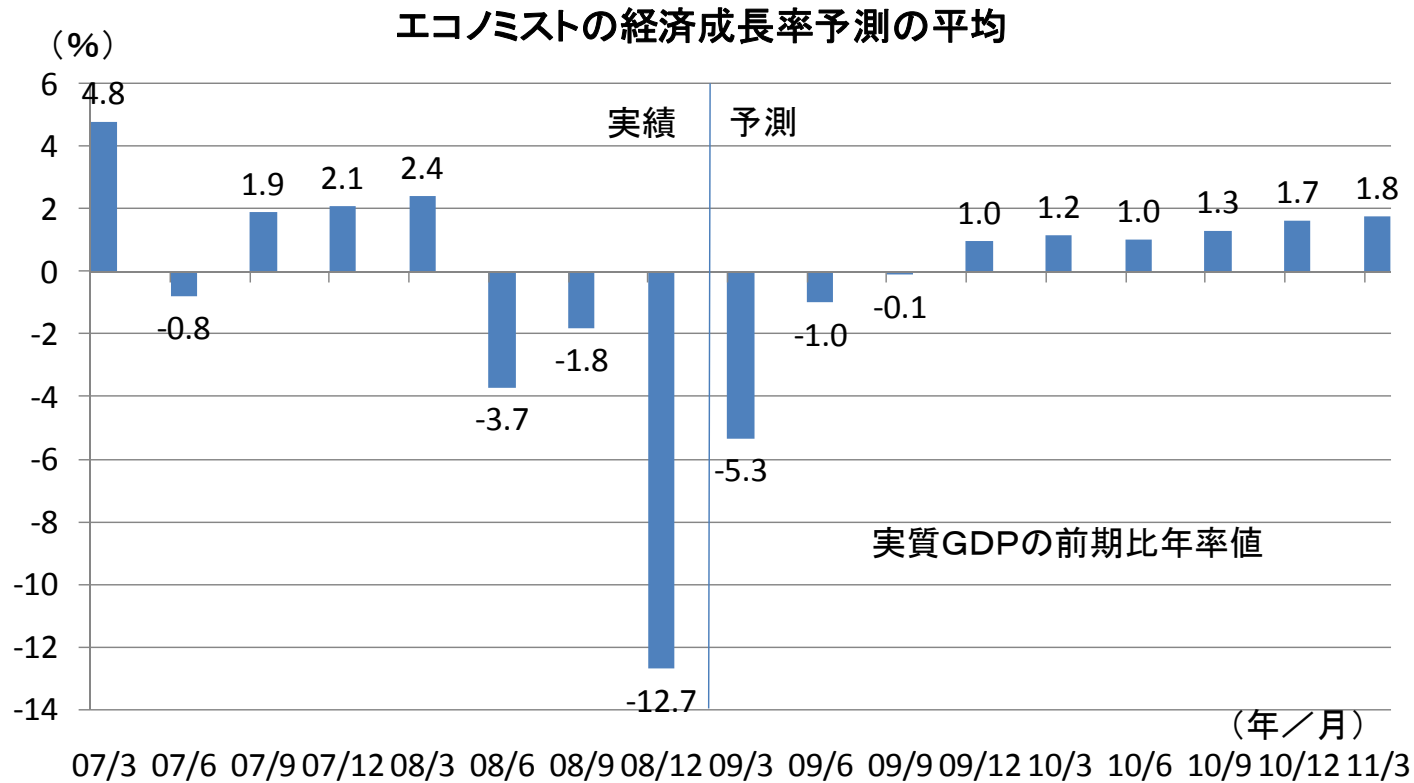
(内閣府及び日興コーディアル証券資料よりオフィス セントポーリア作成)



「金融不況」の背景は、消費税引き上げ(1997年4月、3%→5%)、アジア通貨危機(1997年7月から)がきっかけ。金融機関の大型破たんが相次いだ(1997年11月に、三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券)。現在の景気後退は、海外需要の減退による輸出の悪化があり、海外では金融機関の大型破たんがみられるが、政策はすでに景気刺激の方向へ動いており、国内金融機関の大型破たんは見込みにくい。
なお、CIの算出においては、極端な変化は「異常値」とみなされ、変化率を抑えられる(刈り込まれる)ことには注意が必要だ。

- 現在の景気後退を、景気一致CIを用いて過去の局面と比べると、現在の悪化スピードは過去の不況並みであることがわかる。
- 最近悪化スピードが加速していることや、バブル崩壊(平成不況)に様相が似つつあることが懸念要因だ。しかしバブル崩壊時のような過剰設備や過剰負債はみられず、バブル崩壊時ほど悲観的になる必要はないだろう。
- もし金融不況(20カ月)並みに景気後退が続いたとすると、直近の景気悪化は2009年6月までとなる。

世間のエコノミスト達の見方は？

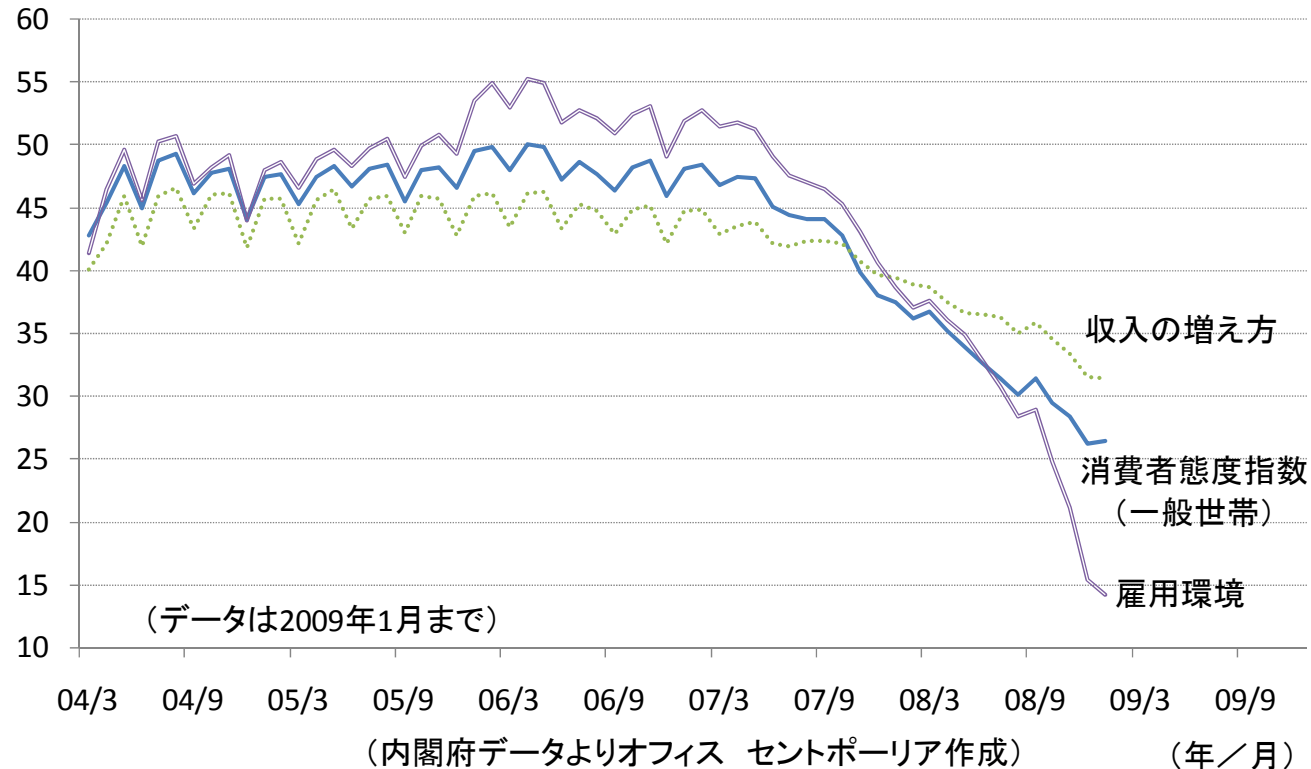


(内閣府データ及び「ESPフォーキャスト調査」(2009年2月10日、
社団法人経済企画協会)よりオフィス セントポーリア作成)

- 2月16日に2008年10～12月期の実質GDPが発表され、前期比年率で－12.7%と、1974年1～3月期(第一次オイルショック時)の－13.1%に次ぐ落ち込みとなった。これは、同時期の米国(－3.8%)やユーロ圏(－6%程度)より大幅に悪い。
- 社団法人経済企画協会「ESPフォーキャスト」によれば、38人のエコノミスト(うち回答を寄せたのは35人)の平均値では、前期比では2008年10～12月期が最悪期で、2009年10～12月期には何とかプラス成長に復するとも予測されている(ただし今後下方修正される可能性大)。

急速に悪化してきた消費者心理

消費者態度指数の動き

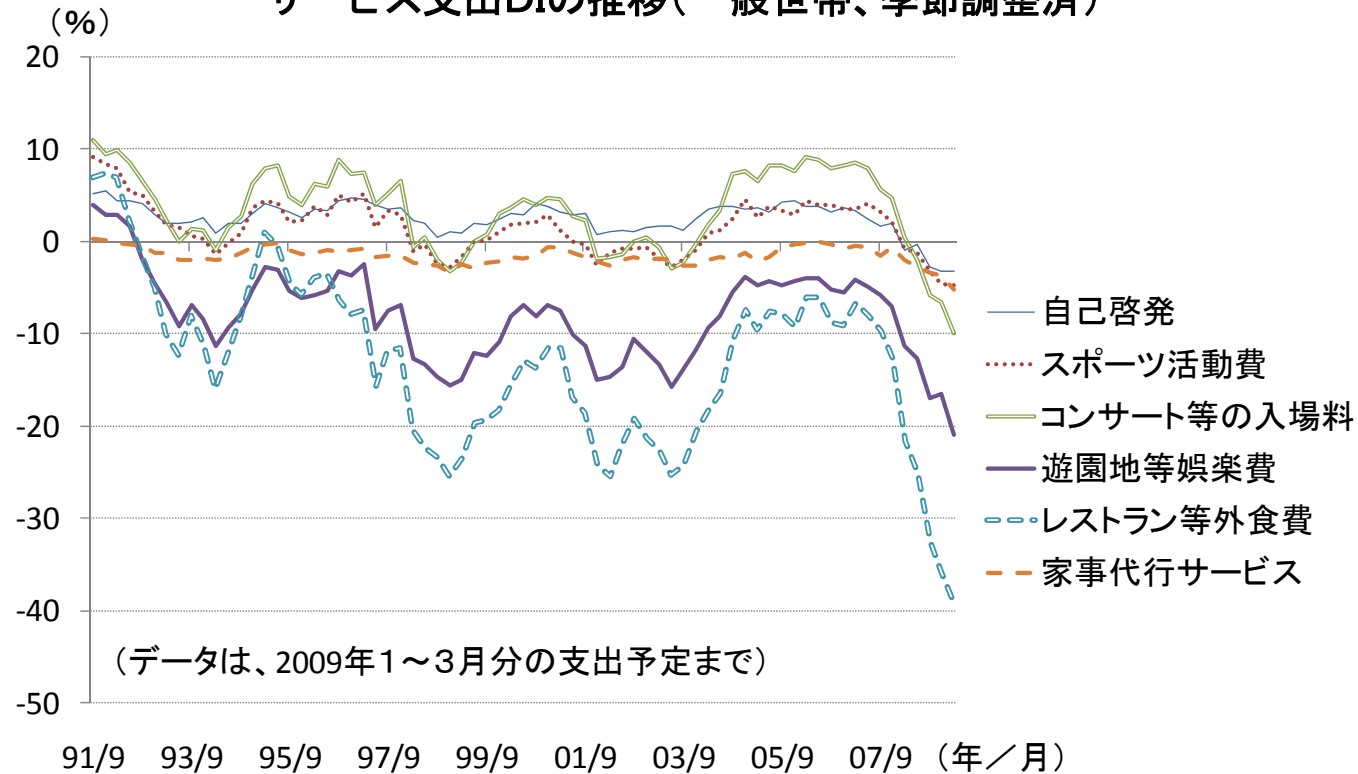


消費者態度指数は、6720世帯(一般世帯4704世帯、単身世帯2016世帯)を対象としたアンケート調査の結果を集計したもの(回答率は75%程度)。「暮らし向き」「収入の増え方」「雇用環境」「耐久消費財の買い替え時判断」の4項目について、今後半年間の見通しを5段階評価してもらい、その結果から算出している。

- 消費者の心理を測る消費者態度指数は、悪化の一途をたどってきた。心理が冷え込めば、当然個人消費も回復が期待しにくい。
- 消費者態度指数の内訳を構成する指標の中で、雇用環境に対する見方の悪化が著しく、最近の派遣社員のカットとそのマスコミ報道が大きく影響しているものと見込まれる。
- その一方で、内訳では「収入の増え方」の悪化度合いが最も緩い。雇用悪化がまだ正社員には大きく広がっていないためと見込まれる。雇用悪化の広がりを抑えることが重要だろう。

何を削る？

サービス支出DIの推移(一般世帯、季節調整済)



(内閣府データよりオフィス セントポーリア作成)



具体的な内容は、

自己啓発: カルチャーセンター、英会話、茶道、着付け、料理学校等

スポーツ活動費: スポーツ教室・クラブ、テニス、スキー、ゲートボール、ゴルフ等

コンサート等の入場料: コンサート、演劇、映画、美術館、博物館等

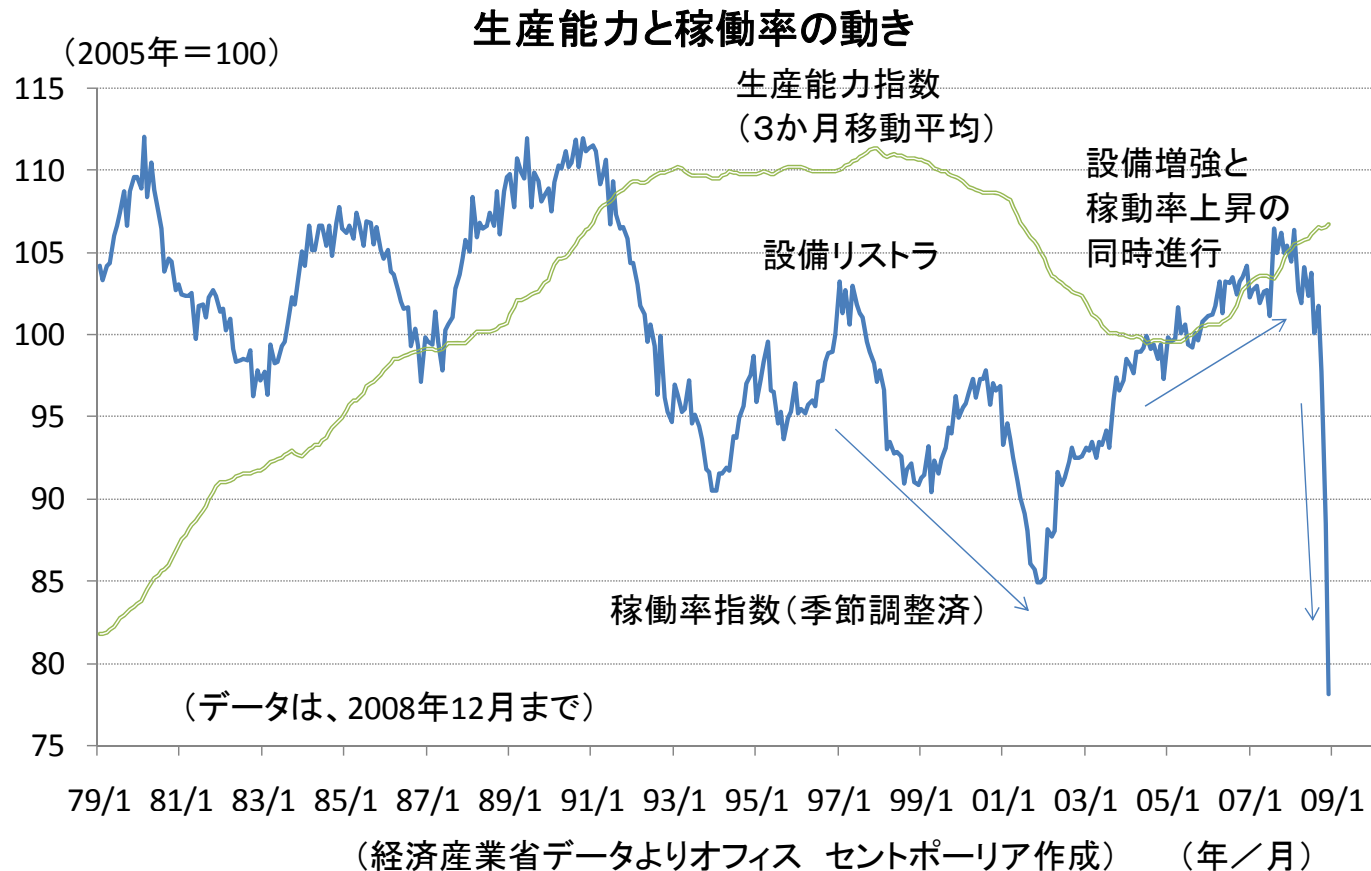
遊園地等娯楽費: 遊園地、スポーツ観戦、ゲーム代、カラオケ、パチンコ、競馬等

レストラン等外食費: レストラン、和食料理店等での飲食代

家事代行サービス: ハウスクリーニング、食材配達、ベビーシッター、ホームヘルパー等

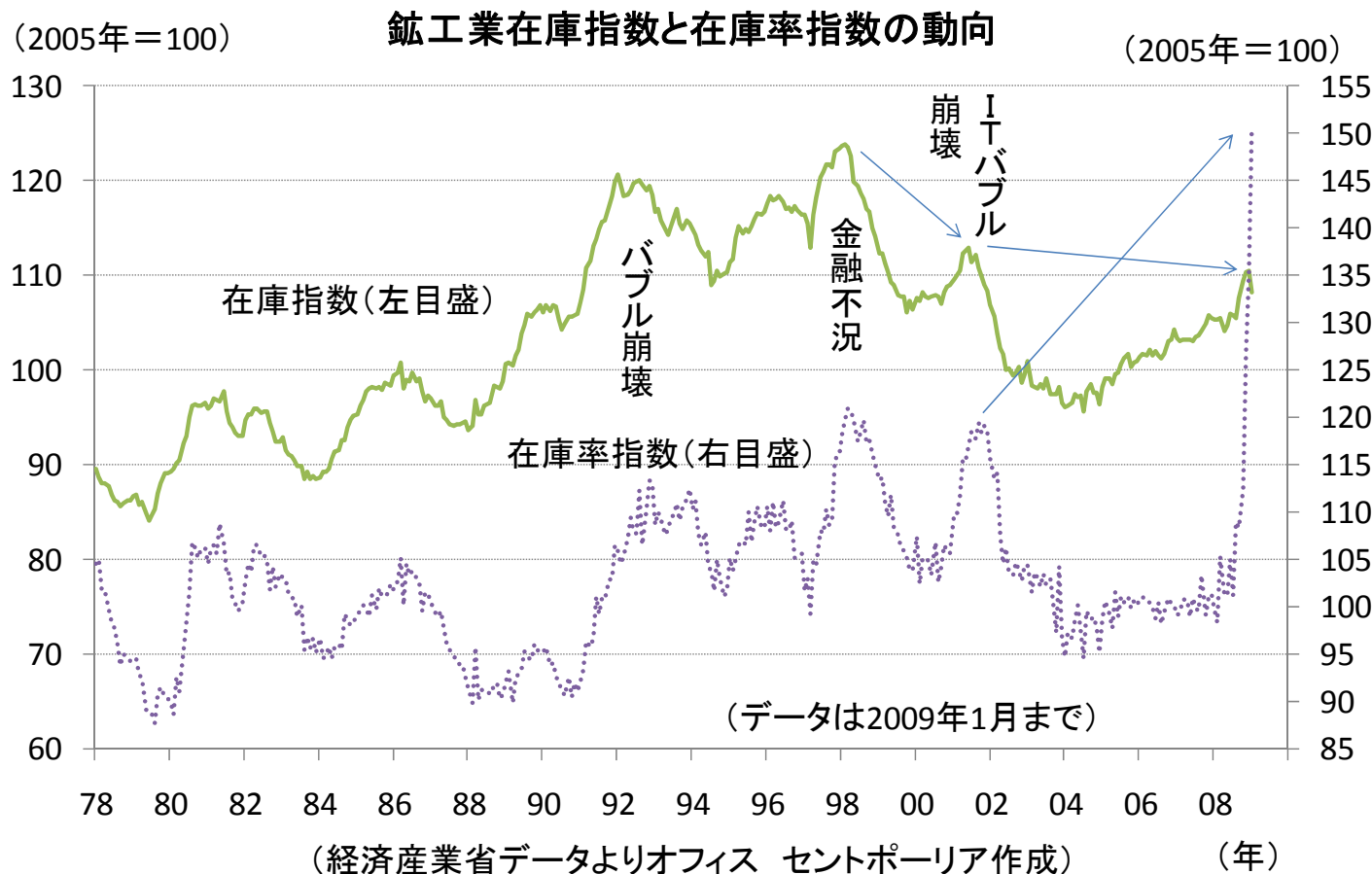
- 内閣府調査のサービス支出DI(支出を増やす予定の世帯の割合ー減らす予定の世帯の割合)をみると、レストラン等外食費、および遊園地等娯楽費を削る予定の世帯が急速に増えている。コンサート等の入場料を削る世帯の割合はまだ少ないが、最近悪化が目立つ。やはり不要不急の消費や代替可能な消費(たとえば外食せずに家で食べるなど)は、まず削る対象となりやすいのだろう。
- しかしディズニーリゾートは入場者数を伸ばすなど、個別には好調な企業も存在する。
- 一方、自己啓発やスポーツ活動など、自分投資に近い支出は底堅い。また、家事代行サービスなど、ライフスタイルに組み込まれた支出も堅調だ。

国内の稼働率は急降下した



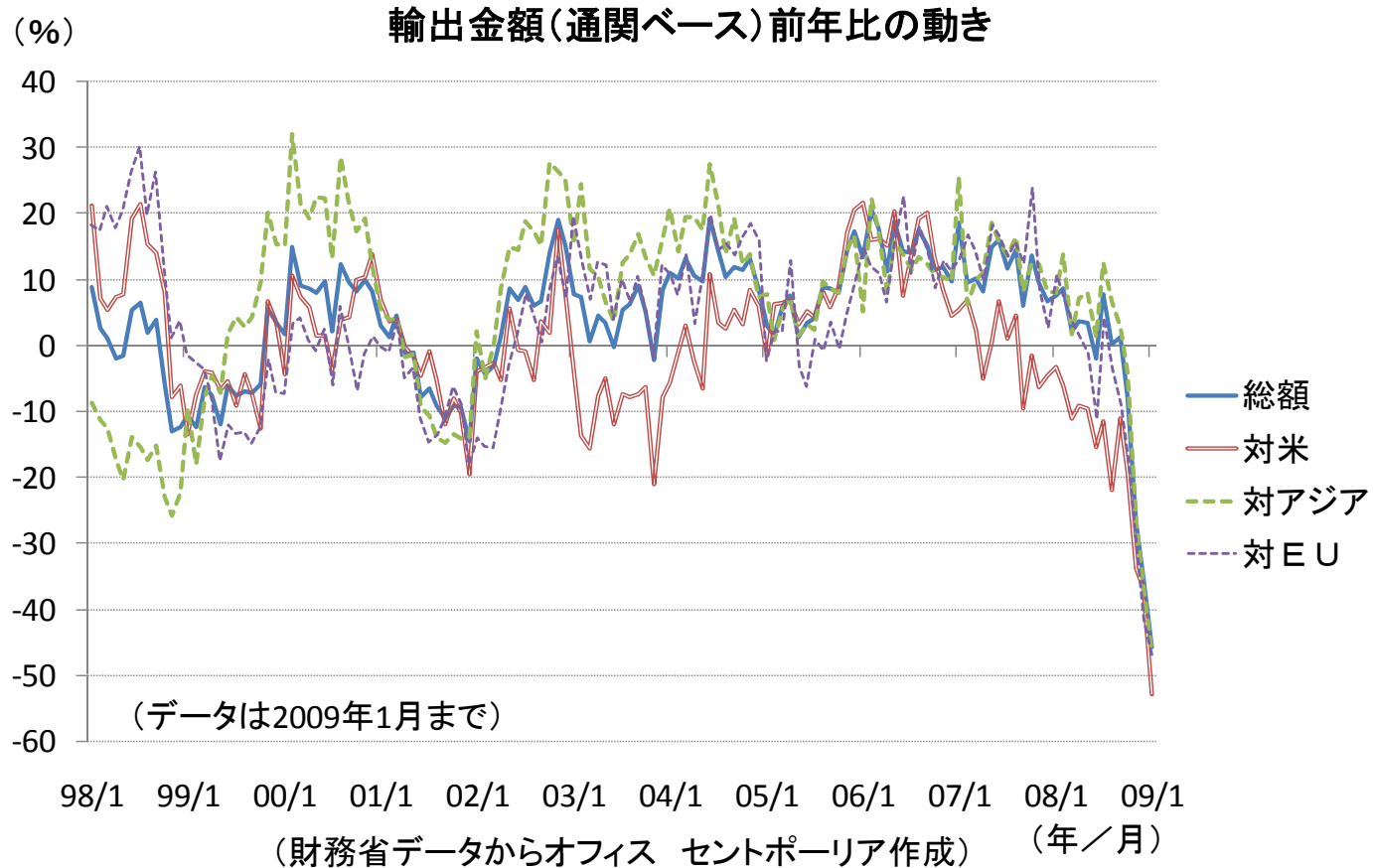
- 平成バブル崩壊後の設備リストラのトンネルを抜けて、しばらくは、設備を増強しながらも生産の回復により稼働率が同時に上昇し続ける、という極めて好調な局面があった。しかし最近の輸出の急減速などを受けて生産調整が著しくなり、稼働率は急降下している。
- 2008年9月から12月にかけて稼働率は大きく低下したが、業種別に同時期の低下幅が大きいのは、鉄鋼、一般機械、電気機械、電子部品・デバイス、輸送用機械(ほとんどが自動車)、合成ゴム(主にタイヤ)といった輸出の主力産業(ただし精密機械の低下幅は限定的)と、化学肥料工業、高圧ガスであった。
- ただし生産能力指数は過去ピークよりまだ低水準にあり、構造的に設備余剰だとは言い難い。

在庫の水準そのものはあまり高くない



- 最近、在庫率(在庫÷出荷)が急上昇している。このため、製造業各社は生産調整の動きを強めている。
- しかし在庫の水準そのものは、過去のピークと比べてそれほど高くはない。在庫水準そのものが大きな生産圧迫要因になっているというより、目先の需要の急減が問題だ。逆に世界における経済対策の効果などにより、需要が早期に持ち直せば、大きな生産調整は続きにくいだろう。

輸出が急速に悪化している



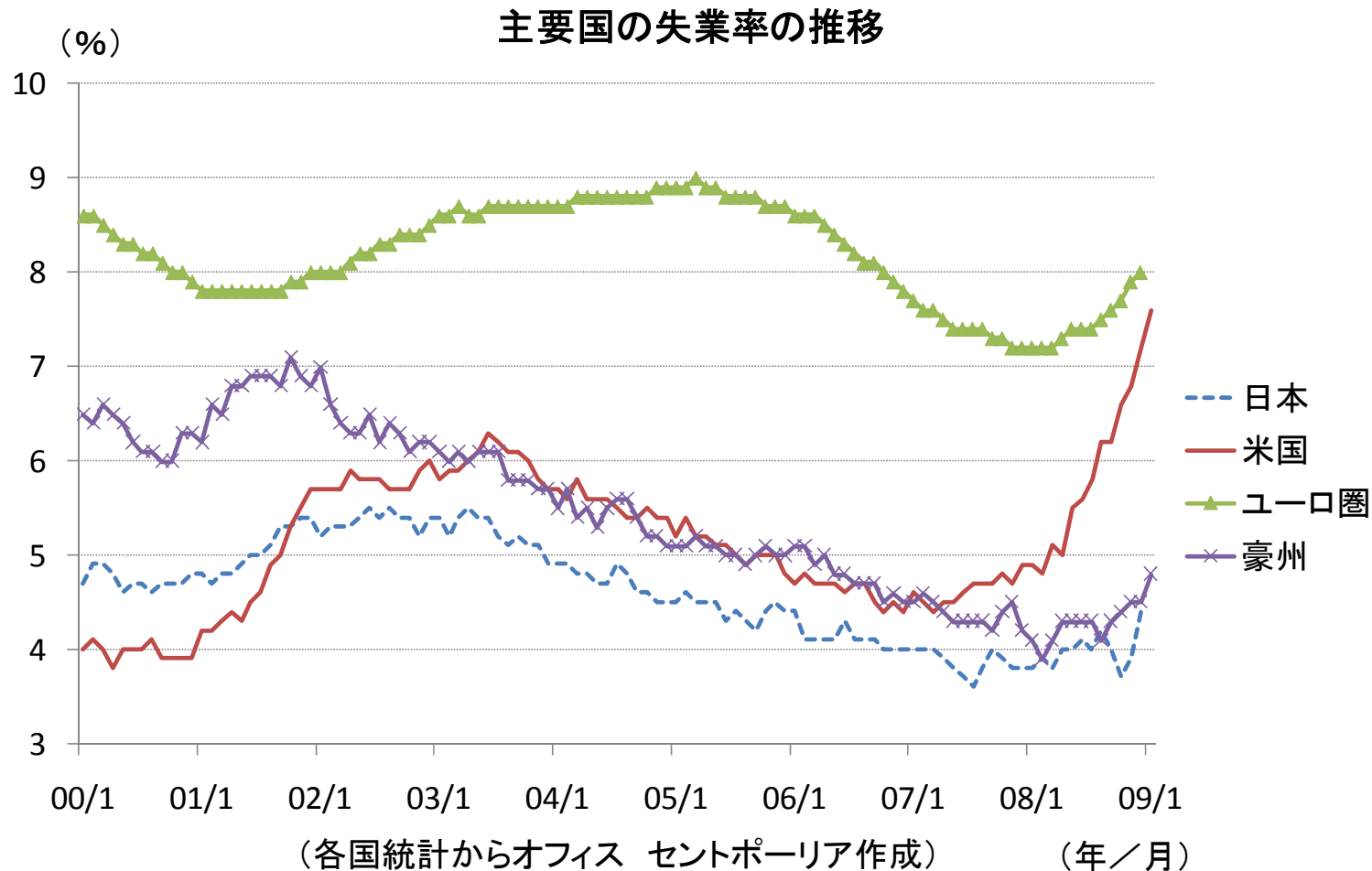
- 2008年の半ばまでは、以前より米国向け輸出は不調に陥っていたものの、アジア向けやEU(欧州連合)向けの輸出が伸び悩みながらも堅調で、輸出全体を底支えしていた。
- しかし世界景気全般の悪化がリーマンショック(2008年9月)以来進行し、どの地域向けの輸出額も急速に減少傾向を強めている。
- 構造的に内需拡大が求められているが、一朝一夕に進むものではない。



上図のような輸出額減少の背景には、世界の需要の減退に加え、円高の影響もあるものと考えられる。この点では逆に、円高を受けて輸出が急減したので、これ以上の円高にはなりにくい、とも言える。

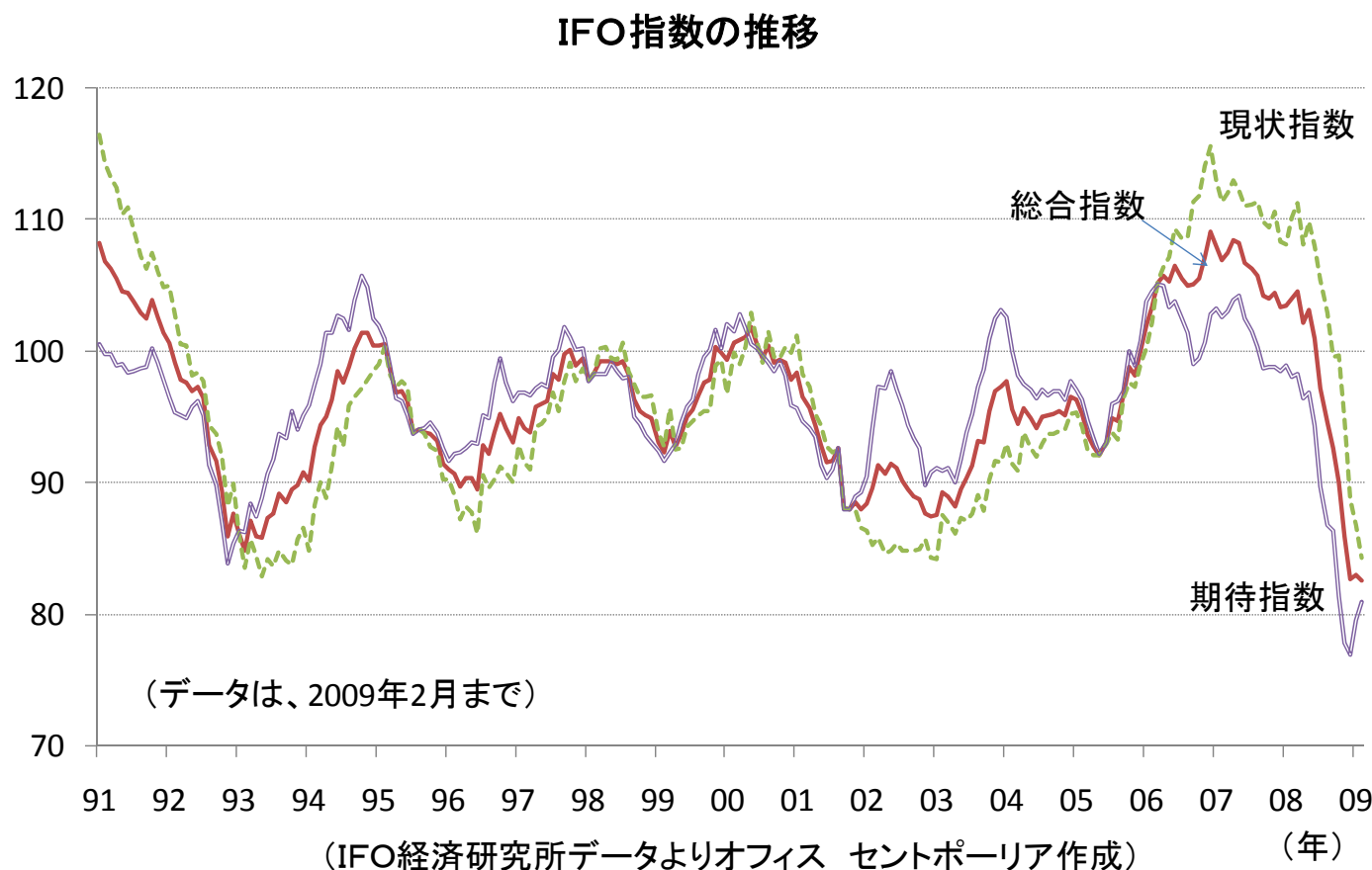
その他諸国・世界経済の先行き
～陰りはさすが、新興国の成長が下支え～

豪州の失業率は低位安定



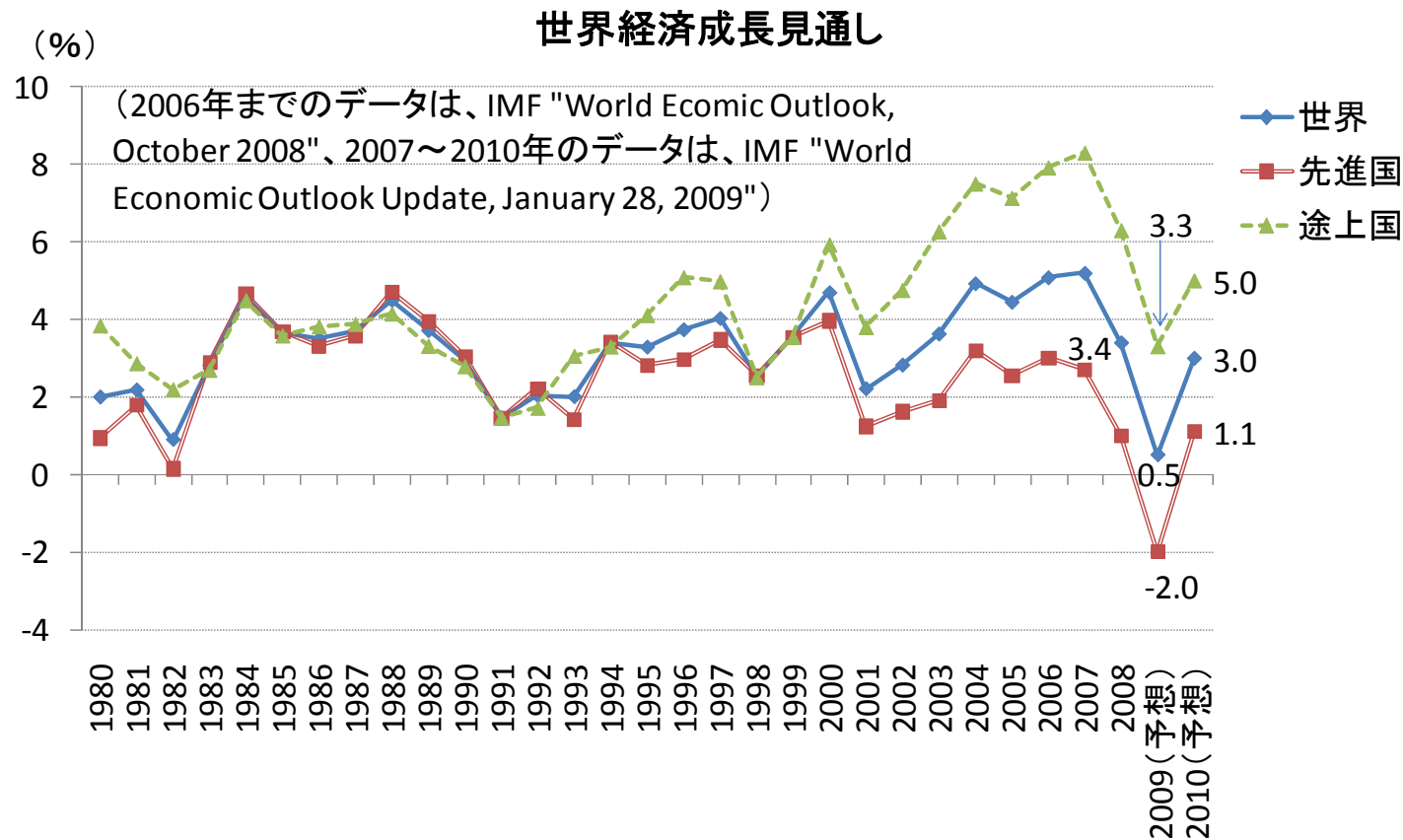
- 経済統計のなかでも失業率は、雇う側(企業)と雇われる側(雇用者=消費者)の経済的な「元気度」を見る上で重要だ。
- それぞれの地域の雇用制度・慣行等の影響も大きい。米国の失業率の急上昇が目立つ。
- 豪州では、資源価格の下落などにより雇用情勢は悪化景気にあるが、他国と比べ相対的に失業率が低い。

ドイツの企業景況感は急速に悪化



- ドイツ企業の景況感を測るIFO指数は、急速に悪化している。
- 2007年までは、米国景気の先行き不安のみが膨らんでいたが、2008年に入って、実際のロシア・中国向け輸出にかげりが表れることで、景気の現状認識も悪化していったことがわかる。

新興国の成長が下支え要因



(IMFデータよりオフィス セントポーリア作成)

- 長期的にみると、近年の世界経済拡大の原動力は、途上国の高成長にあることがわかる。
- 2009年は、さすがに途上国も、世界経済悪化の影響はまぬがれない。しかし先進諸国がマイナス成長に落ち込むと見込まれるなか、それなりの成長は持続すると予想されている。
- 加えて、中国などでも大型の景気対策が発動されつつある(中国の景気対策は2年間で4兆元(日本円で約53兆円)、中国の名目GDPの約16%、)。
- なお、もし2009年の実質経済成長率が0.5%になれば、1982年(0.9%)並み、ということになる。「100年に一回の大恐慌」とまでは言い難い。

当面は中国・インドの経済成長が堅調

世界実質経済成長率見通し(IMF, 2009年1月28日時点)

(単位: %)

国・地域名	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
世界全体	2.8	3.6	4.9	4.5	5.1	5.2	3.4	0.5	3.0
中国	9.1	10.0	10.1	10.4	11.1	13.0	9.0	6.7	8.0
インド	4.6	6.9	7.9	9.1	9.7	9.3	7.3	5.1	6.5
ロシア	4.7	7.3	7.2	6.4	7.4	8.1	6.2	-0.7	1.3
ブラジル	2.7	1.1	5.7	3.2	3.8	5.7	5.8	1.8	3.5
途上国全体	4.8	6.3	7.5	7.1	7.9	8.3	6.3	3.3	5.0
日本	0.3	1.4	2.7	1.9	2.4	2.4	-0.3	-2.6	0.6
米国	1.6	2.5	3.6	2.9	2.8	2.0	1.1	-1.6	1.6
ユーロ圏	0.9	0.8	2.1	1.6	2.8	2.6	1.0	-2.0	0.2
先進国全体	1.6	1.9	3.2	2.6	3.0	2.7	1.0	-2.0	1.1

(IMFデータよりオフィス セントポーリア作成)

- 途上国の中では、中国・インドといったアジア・エマージング諸国（アジアの新興国）の経済成長が堅調であるとみこまれる。
- アジア諸国は輸出が成長のエンジンの一つであり、2009年は世界景気減速の悪影響を免れることはできない。しかし自国の景気刺激策や内需の拡大もあって、景気減速の幅は限定的なものになるとみこまれる。
- 一方で、足もとの原油・天然ガス価格の下落を受けて、ロシアの経済成長が厳しそうだ。これは、ロシア向け輸出の減少を通じ、欧州先進国にも打撃となりうる。

外国為替相場の先行き
～円の独歩高は行き過ぎ～

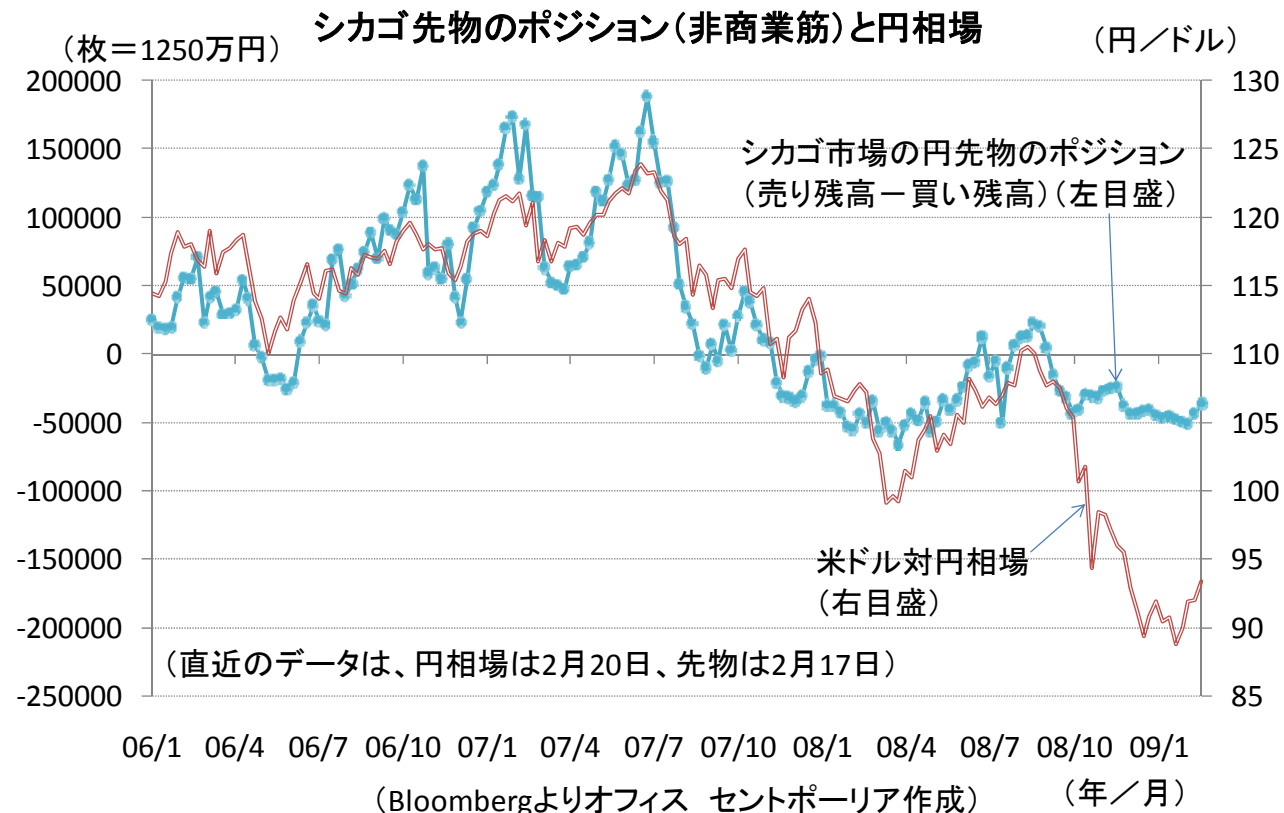
史上最高の円高？ なぜ？？



円の実効為替相場とは、円対米ドル、円対ユーロなど、さまざまな円相場を、日本から当該国・地域への輸出額(2005年基準)に応じて加重平均したもの。円の総合力を表すと考えられる。現在算出に使われている通貨は15通貨(米ドル、中国元、ユーロ、韓国ウォン、新台湾ドル、香港ドル、タイバーツ、シンガポールドル、英ポンド、マレーシアリンギット、オーストラリアドル、インドネシアルピア、フィリピンペソ、カナダドル、メキシコペソ)。

- 円の総合力を実効為替相場で見ると、過去最も円高だった1995年4月(当時円対米ドル相場が一時80円超え)を上回る円高水準になっている。
- しかしそれほど円高を実態面から説明できる状況ではない(景気の強さ、政治状況、金利水準など)。海外景気の先行き不安から、一旦資金を日本円に移す動きが行き過ぎているだろう。
- もし実効為替相場がここ数年の上限であった350近辺まで戻り、それと並行的に円対米ドル相場も推移すれば、(1月末の終値89.92円から計算すると)99.68円まで円安になる計算となる。

現在の円高は仕掛け的な買い？



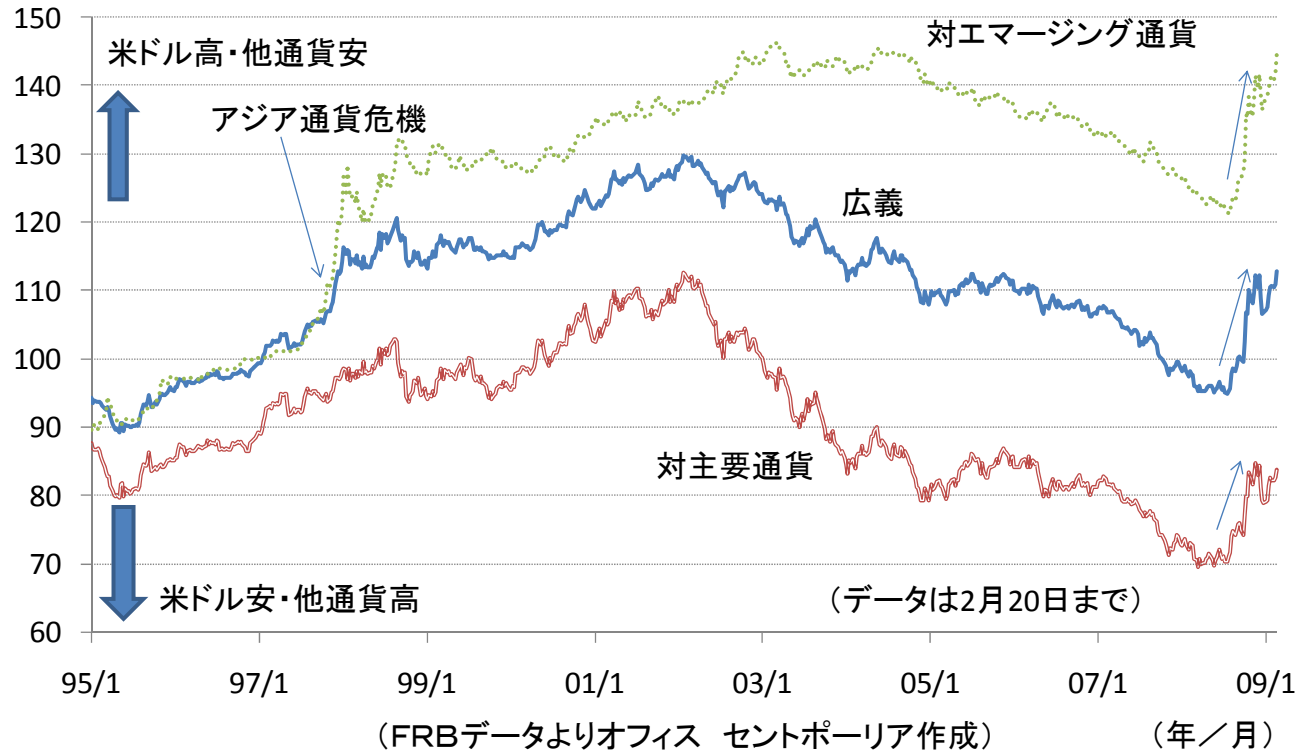
- シカゴ市場 (IMM、International Money Market) の円先物の動きは、これまで円相場の推移と関係が深かった。
- しかし現在では、円の買い残高が余り積み上がっていないのに、円高が進んでいる。これは、シカゴの先物市場とは別に、投機筋が仕掛け的な円買いを行なっている可能性がある。



先物ポジションの「非商業筋」とは、商業筋(為替を本業としている銀行など)ではない、という意味。銀行は、顧客から為替の売買を持ち込まれポジションを持つと、為替相場変動の影響を避けるため、そのポジションを相殺するように先物を保有する。これは為替の相場観とは全く関係のない先物ポジションであるから、それを除き、相場観と関係が深いと考えられる非商業筋のポジションだけを上のグラフで示している。

米ドルの動きは何を示しているか？

米ドルの実効為替相場の推移



「実効為替相場」とは、いわばその通貨の総合的な相場を意味する。たとえば米ドル相場であれば、米ドル対日本円、米ドル対ユーロ、などなど、多くの米ドル相場が存在する。これらの相場を加重平均(米国と当該通貨国との貿易量等に応じて重みを付けて平均)したものが、実効為替相場だ。上記のグラフのデータは、FRB(米連邦準備制度理事会)が毎週算出しているもので、「対主要通貨」は7つの主要な通貨、「対エマージング通貨」(正確には「その他の重要な貿易相手国通貨」)は他の19通貨に対しての米ドル相手を平均したもの。「広義」は全ての26通貨を合わせたものだ。

- 米ドルの実効為替相場をみると、ここ数年長期下落傾向にあったものが、2008年後半に急速に(対日本円以外で)米ドル高に向かったことがわかる。この背景には、米国の投資家が、金融不安を受けて運用を縮小したことがあるだろう。
- 最近米ドル高に歯止めがかかってきた(ただし対エマージング通貨以外)ことは、米国の投資資金の縮小が一巡したことを示唆しているのかもしれない。
- なお、米ドルは対主要通貨より対エマージング通貨で強い。すなわち、裏返してエマージング諸国通貨は売られ過ぎだとも考えることもできる。特に1997年のアジア通貨危機で暴落した直後の水準より安いのは、行き過ぎだろう。

(参考)米ドルの実効為替相場の内容

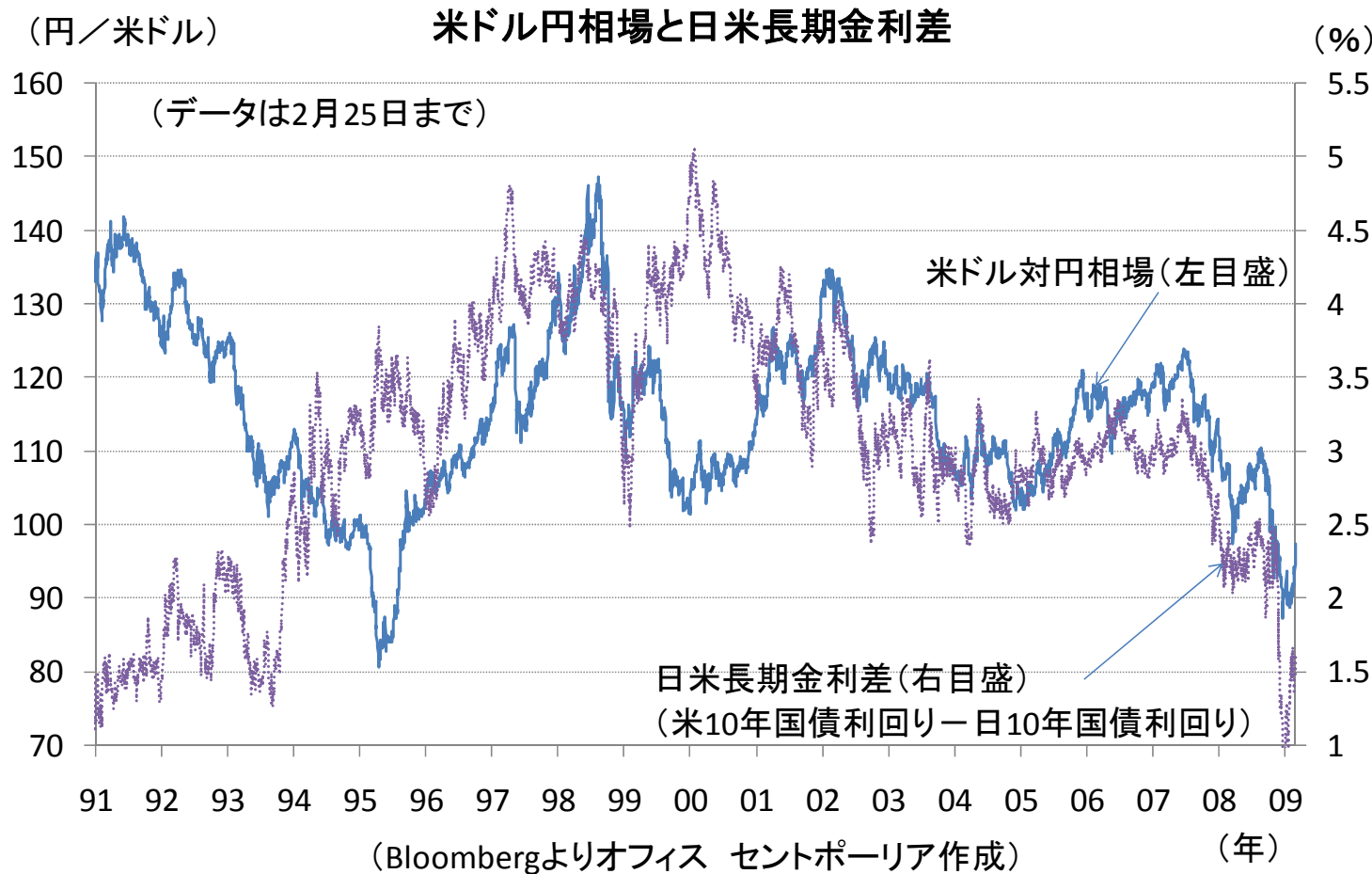
当該通貨国・地域	ウェイト(%)	当該通貨国・地域	ウェイト(%)	当該通貨国・地域	ウェイト(%)
広義	100.0				
主要通貨	50.1	エマージング通貨	49.9		
ユーロ圏	17.2	メキシコ	9.8	フィリピン	0.7
カナダ(ドル)	15.6	中国	16.3	インドネシア	1.0
日本(円)	9.2	台湾	2.4	インド	1.4
英国(ポンド)	4.5	韓国	3.5	イスラエル	1.1
スイス(フラン)	1.4	シンガポール	2.1	サウジアラビア	0.8
オーストラリア(ドル)	1.2	香港	1.8	ロシア	1.2
スウェーデン(クローナ)	1.0	マレーシア	2.1	アルゼンチン	0.5
		ブラジル	2.0	ベネズエラ	0.5
		タイ	1.4	チリ	0.8
				コロンビア	0.5

(ウェイトは、2008暦年の相場を計算する際のもの)
(米連邦準備制度理事会資料からオフィス セントポーリア作成)



上記は、米ドルの実効為替相場を算出するために、個々の為替相場から加重平均を計算する際の重み。上記の数値が高いほど、その通貨の対米ドル相場が実効為替相場に与える影響が大きい。表中のウェイトは2008年分の実効為替相場を算出するためのもので、2007年以前の方は、各年ごとにウェイトが少しずつ違っている。
なお、ウェイトの算出には、①米国の各国からの輸入量、②米国の各国への輸出量、③米国からの輸出とその国からの輸出が別の国でどのように競合しているか(第三市場競争力要因)、の3つが用いられている。

米ドル相場では金利差がよく効いているようだが



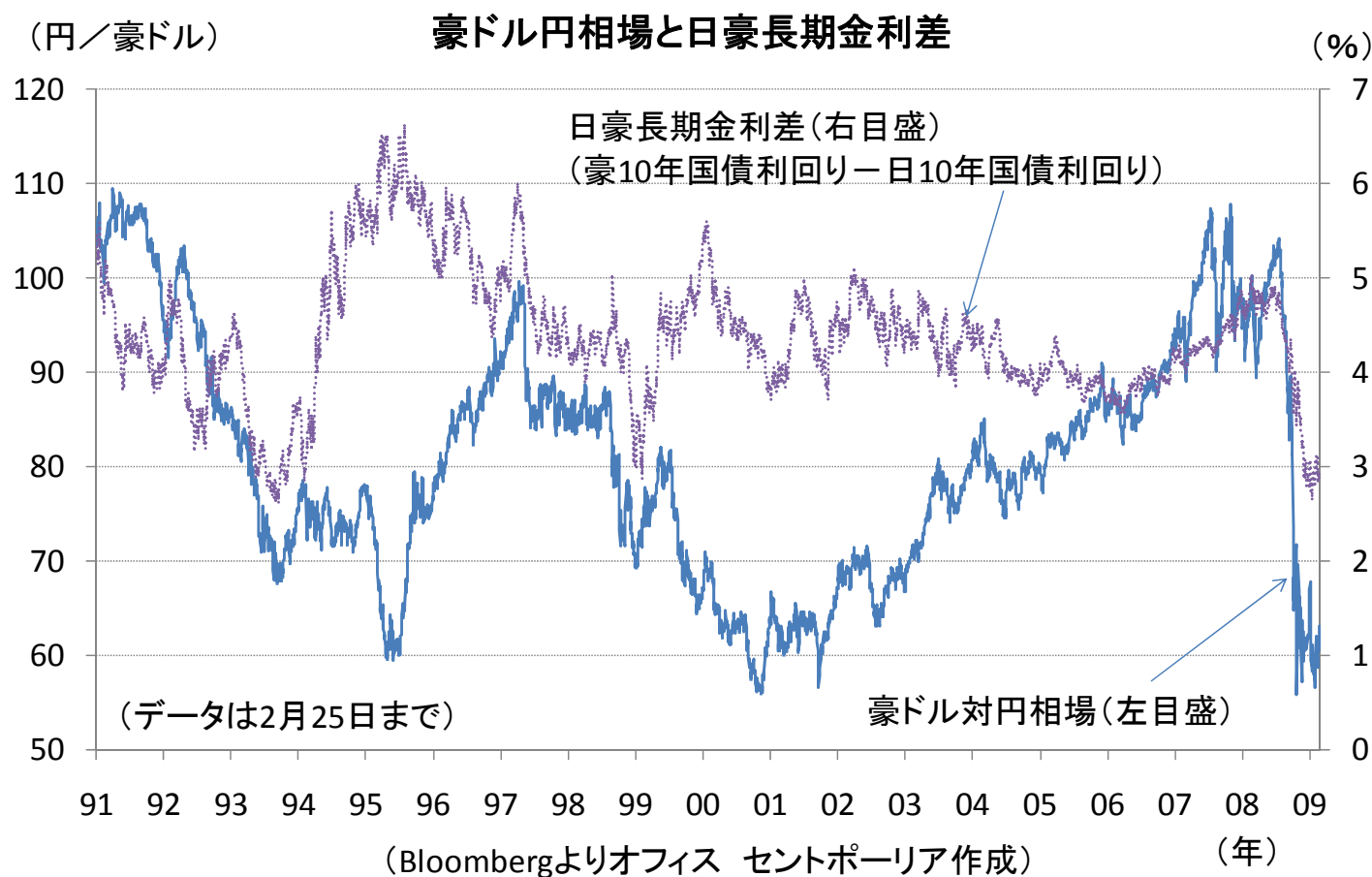
- 特に2002年以降は、日米の長期金利差が円相場に大きな影響を与えてきたようだ。これは、為替市場への影響という点では、貿易取引より、金利差などに基づく金融取引や、金利差を口実とした投機的な為替売買によるところが大きいからであろう。
- 最近の円高・ドル安の背景には、日米金利差の縮小があったと言える。ただ、米国の金融問題に対する不安の行き過ぎもあったろうし、オバマ新政権による経済・金融対策は迅速だ。また、これ以上の日米長期金利差の縮小は限られている。

ユーロは最近金利差が効くようになった



- ユーロ相場と金利差の関係をユーロ発足当初(1999年1月)からみると、数年間は為替相場と金利差がばらばらに動いていた。これは、通貨ユーロは発足時は過剰な期待からスタートし、その後の反動調整を迎えてから持ち直しに入る展開であったからだろう。
- 近年では、ユーロ相場と日独長期金利差の関係が深くなっている。欧州大陸景気のさらなる調整とECB(欧州中央銀行)による追加利下げが想定されるため、ユーロ相場の圧迫要因として働きそうだ。ただし徐々に利下げ余地は限られてきているうえ、欧州大陸の景気調整・金融問題も材料としては相当織り込まれている(むしろ英国が心配)。

豪ドルは金利差が効くのはごく最近で、通貨は売られ過ぎ

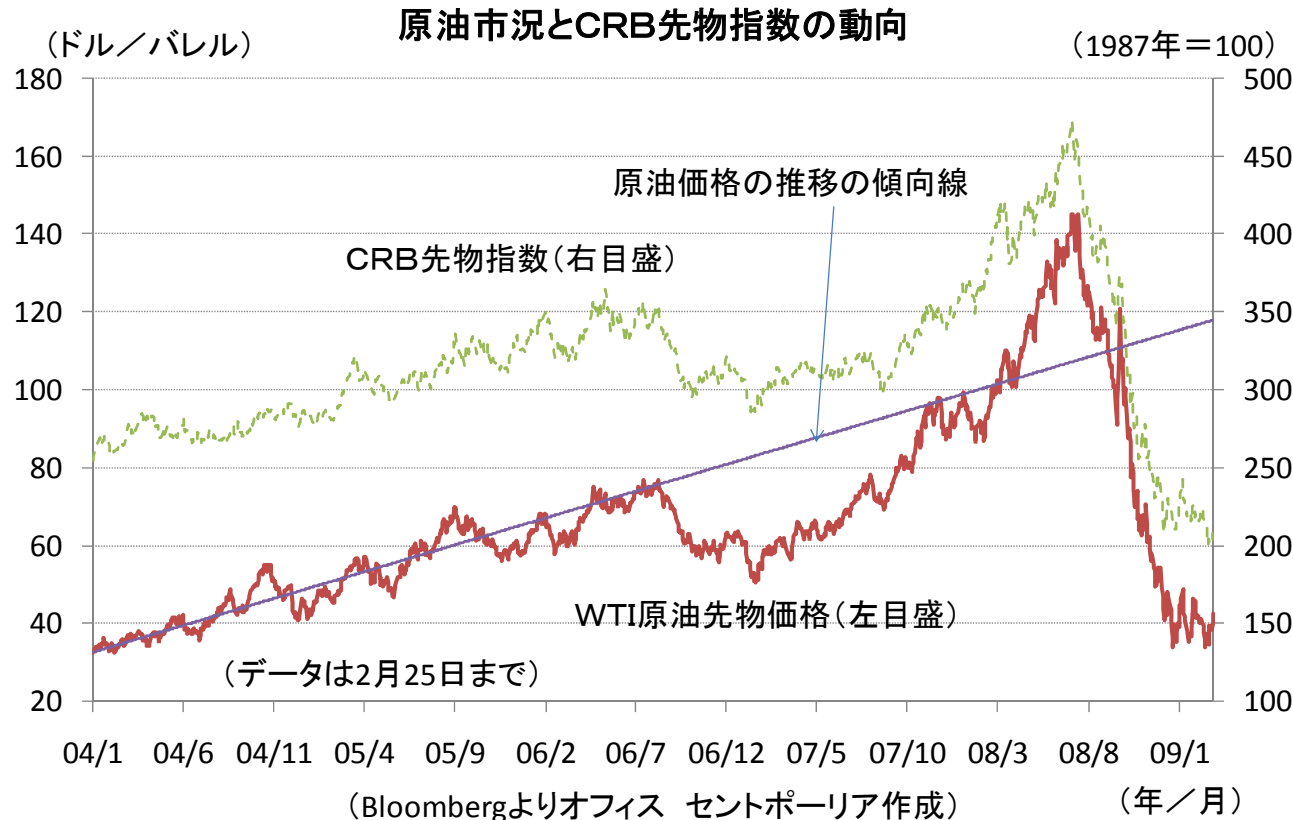


- 豪ドル対円相場については、金利差が効かない時期の方が長い。ただし最近3年ほどは、金利差と豪ドル相場がほぼ並行的に推移していた。
- その点では、日豪金利差の縮小が豪ドル安を引き起こした、ということ自体は理解できる。ただ、金利差縮小の度合に比べ、豪ドルの下落が大幅すぎる。日豪金利差からみると、豪ドル相場は80円程度の水準が示唆されている。

国際商品市況の先行き

～需要の減退以上に売られている商品相場～

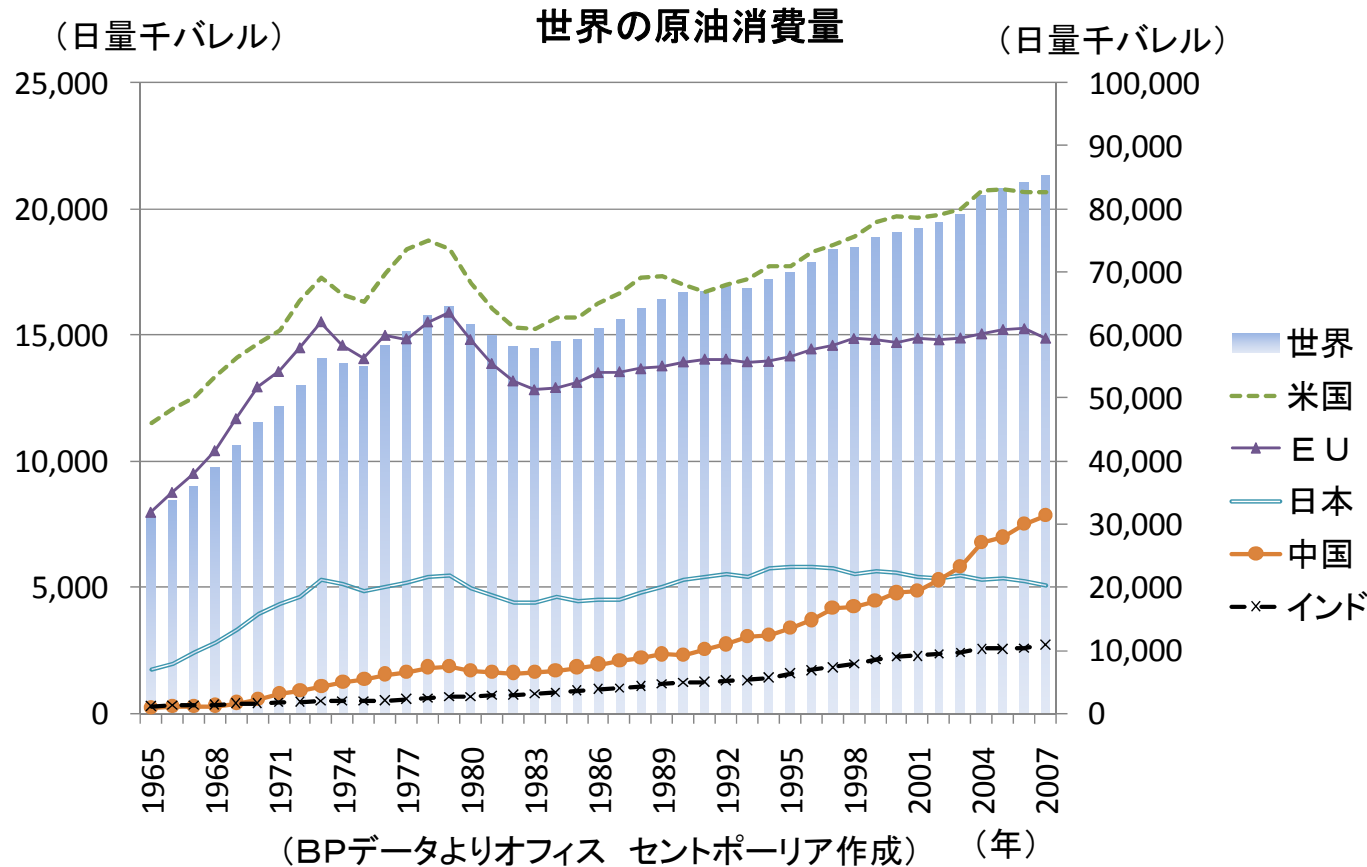
国際商品市況は下げ過ぎ



1バレルは、約159リットル。「バレル」は樽の意味なので、もともと原油を入れた樽の容量が159リットルであったとか、容量は160リットルであったが原油を船で輸送している間に1リットル分を樽が吸収したとか、諸説紛々だ。WTI(West Texas Intermediate)は米国産の原油で、その先物がニューヨークに上場されており、原油価格の指標とみなされている。CRB先物指数は、19品目の商品先物価格の加重平均値(19品目は、原油、暖房油、天然ガス、無鉛ガソリン、とうもろこし、大豆、小麦、銅、アルミ、ニッケル、綿花、生牛、豚赤身肉、金、銀、ココア、コーヒー、オレンジジュース、砂糖)。

- 原油価格は、指標となるWTI先物価格が1バレル当たり145.29ドルの高値(日々の終値ベース、2008/7/3)を付けた後、40ドル前後の推移まで急落している。幅広い商品先物価格の平均であるCRB先物指数も、同じように急落した。
- 急落の背景として世界景気に対する悲観論がある。しかし急落の本当の理由が世界景気の悪化のせいであれば、2008年7月に商品市況があれほどの高値を付けた理由が説明できない。高値を付けたのも、その後の急落も、余剰資金の商品市場への流出入によるものと考えの方が自然だ。
- 世界景気は1929年の大恐慌並みの深刻さとは言い難く、行き過ぎた不安心理が後退し投機の売りが一巡すれば、国際商品市況は徐々にではあろうが、持ち直していこう。

中国が押し上げる世界の原油消費量



➤ 世界の原油消費量は年々増加の一途をたどっている。過去に大きく需要が落ち込んだのは、第一次オイルショック(1973-74)、第二次オイルショック(1978-79)の辺りに限られ、他の期間には需要が減退しても大幅ではなかった。

➤ とりわけ中国の需要拡大が目立ち、世界の原油需要を押し上げていることがわかる。

➤ 2007年末時点での世界の原油の確認埋蔵量は1兆2379億バレルであり、2007年並みの消費が続けば、14526日(約40年)で原油は枯渇する計算となる。もちろん、省エネや代替エネルギー開発が進められようが、今後数年は原油価格に需要面から押し上げ圧力がかかろう。



上記の「BP」とは、旧 British Petroleum 社。EU(欧州連合)のデータについては、現加盟の27カ国のデータの合計値で過去にさかのぼっている。ただし1984年まではエストニア、ラトビア、リトアニアのデータは含まれておらず、1990年までのデータにはスロバニアのデータが加えられていない。

景気悪化をすでに織り込む動き(1)



- 海運市況全体を示すバルチック海運指数をみると、2008年半ばの水準に比べればはるかに低迷しているものの、底入れ反転ともみられる動きを見せ始めている。



上記のバルチック海運指数は、厳密には Baltic Dry Index というもの。ロンドンのバルチック商業海運取引所が取りまとめており、ドライカーゴ (Dry Cargo、乾貨物 (液体ではない鉄鉱石や石炭、穀物など) の外航不定期船) の市況を総合したもの。もともとは、ロンドンのコーヒーハウスに商人や船主たちが集まっていたことが、取引所の起こりとなった。

景気悪化をすでに織り込む動き(2)

DRAM市況の動き

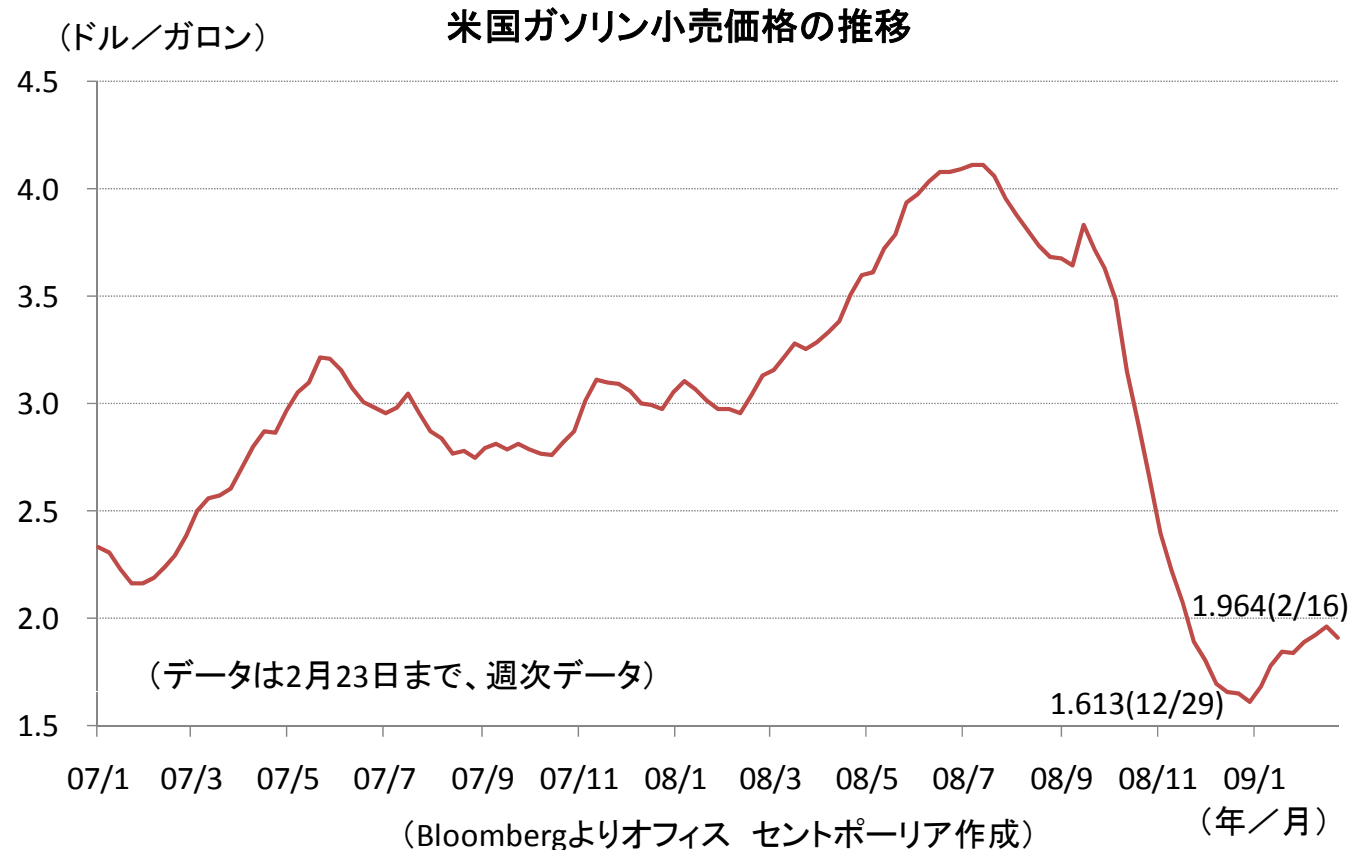


- ハイテク・コモディティ(市況商品)の代表選手であるDRAMの価格も、大きく底入れした。



DRAM(dynamic random access memory)は、随時読み書き可能なメモリー(記憶装置)。上記のDRAM市況は、いろいろな種類のDRAM(容量が64k、128k、等々)の価格を合成したもので、DRAmExchangeが発表している。DRAmExchangeは、半導体市場の調査研究を行なっている。

景気悪化をすでに織り込む動き(3)



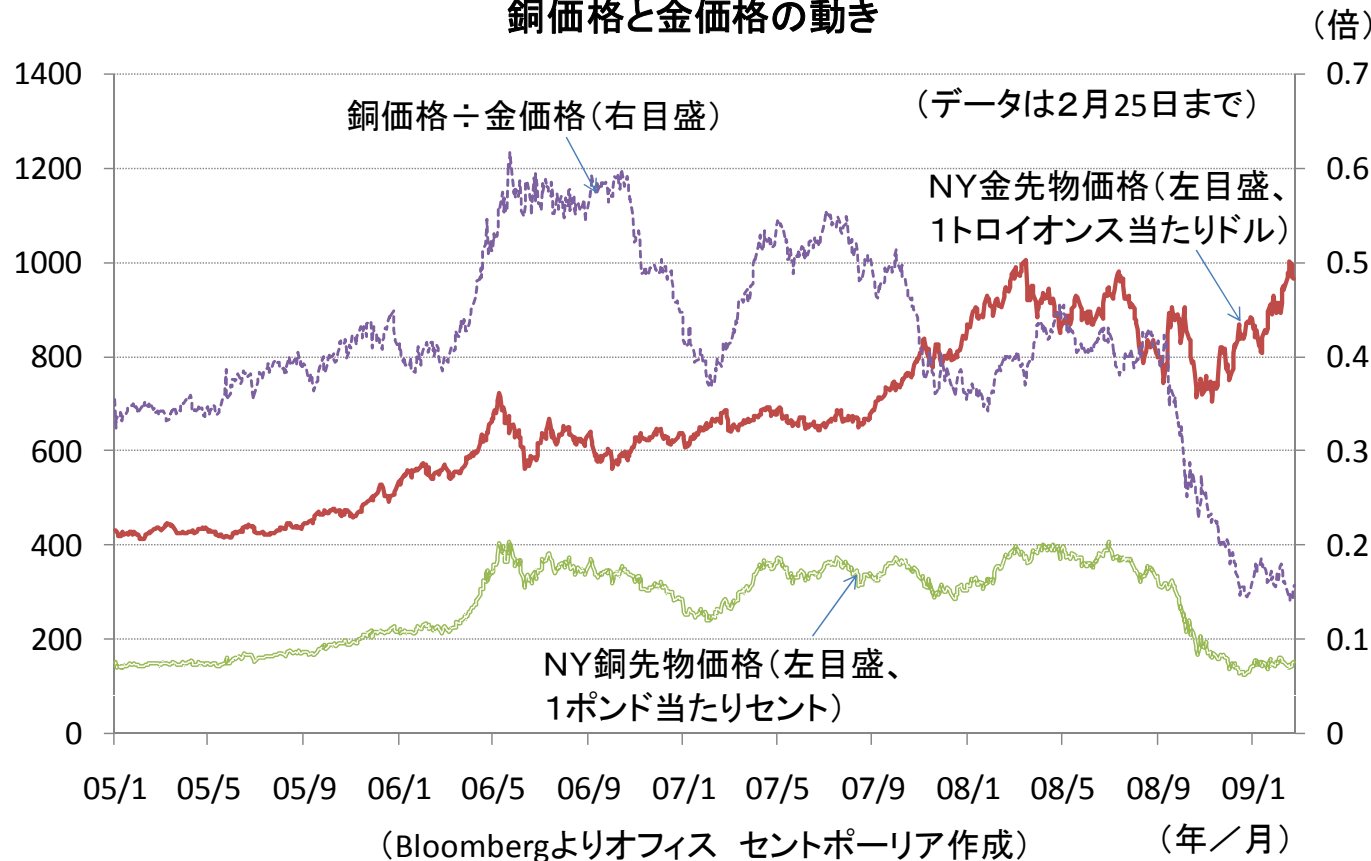
- 米国が不景気で、自動車販売台数が急速に落ち込んでいるが、米国のガソリン小売価格は底入れの動きをみせている。
- ガソリン価格の底入れは、供給面(精油所がガソリンの生産量を減らしている)もある。しかしガソリン価格が上昇していけば、製油所は再度操業度を上げ、これが原油価格の底入れに遡る可能性もある。



ガソリンの単位としての1ガロン(正確には「米国液量ガロン」)は約3.785リットル。したがって、米国のガソリン小売価格が1ガロン2ドルであったとすると(1ドル90円として)1リットル当たり48円程度に相当する。日本国内の価格と相当の格差があると感じるが、税制の違いが大きい。

景気悪化をすでに織り込む動き(4)

銅価格と金価格の動き



1トロイオンスは、約31.103グラム。1ポンドは約453.592グラム。金価格が1トロイオンス当たり900ドルであるとする、1グラム当たり2600円程度に相当する。銅価格が1ポンド当たり150セント(1.50ドル)であるとする、1トン当たり30万円程度に相当する。(共に1ドル90円として。)

- 金は、証券・金融・為替市場の波乱が生じたり政治的な不安が高まったりした際に、資金の逃避先として買われることが多い。最近の金価格の上昇は、そうした不安を反映していると考えられる。
- 一方銅は、家電製品や建材などに使われるため、価格が景気動向に敏感に反応すると考えられる。
- 銅価格を金価格で割った比率は、景気に対する不安から銅が売られ、逃避先として金を買われるほど、低下していくため、世界市場の不安の度合を表していると考えられる。確かに最近金価格は上昇したが、銅価格も持ち直しの兆しを示しており、銅価格対金価格の比率は、今後一方的に低下していくようにもみえにくい。

国内株式市況の先行き

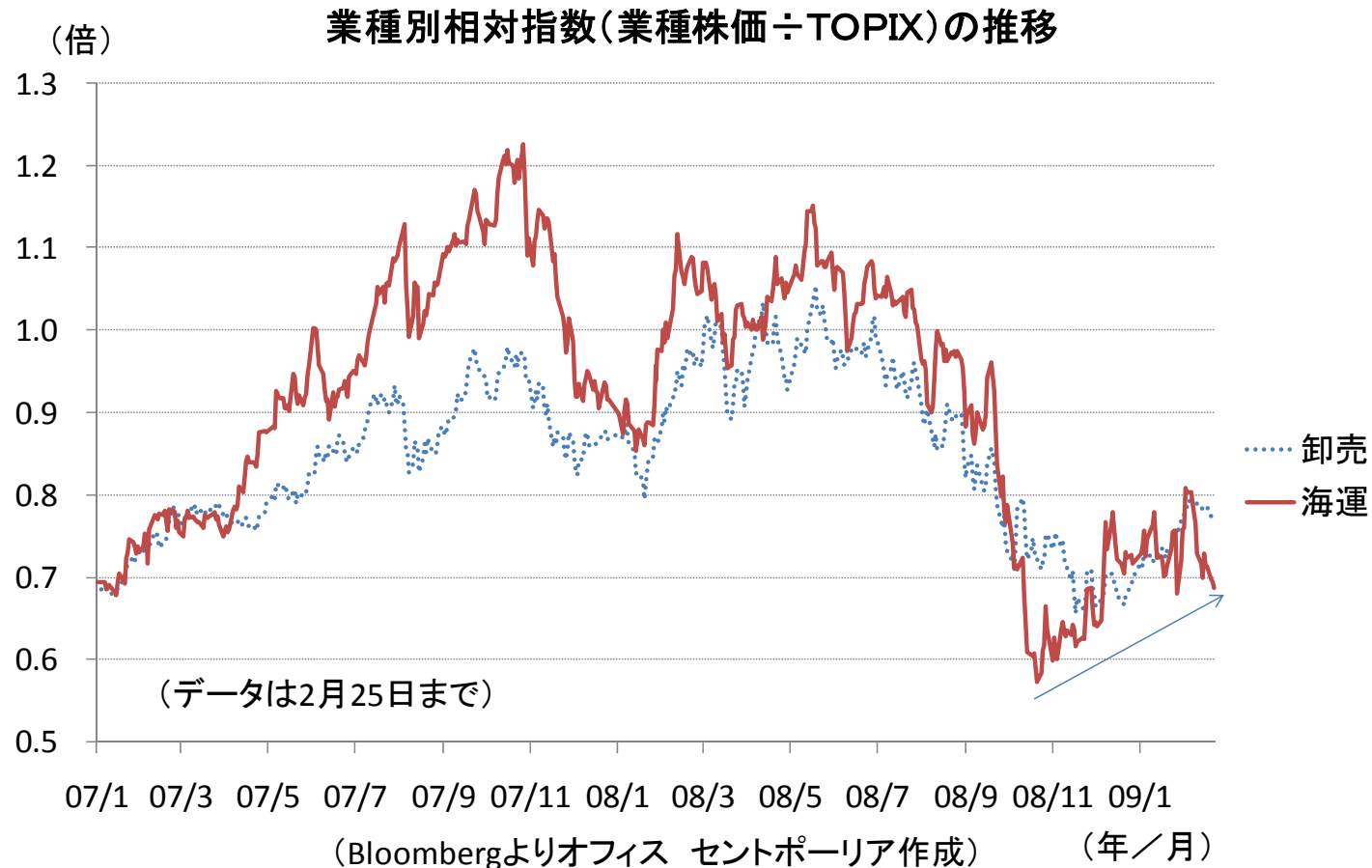
～悪材料を織り込み、底値固めの展開～

国内株価はもみ合いの後、上放れの可能性も



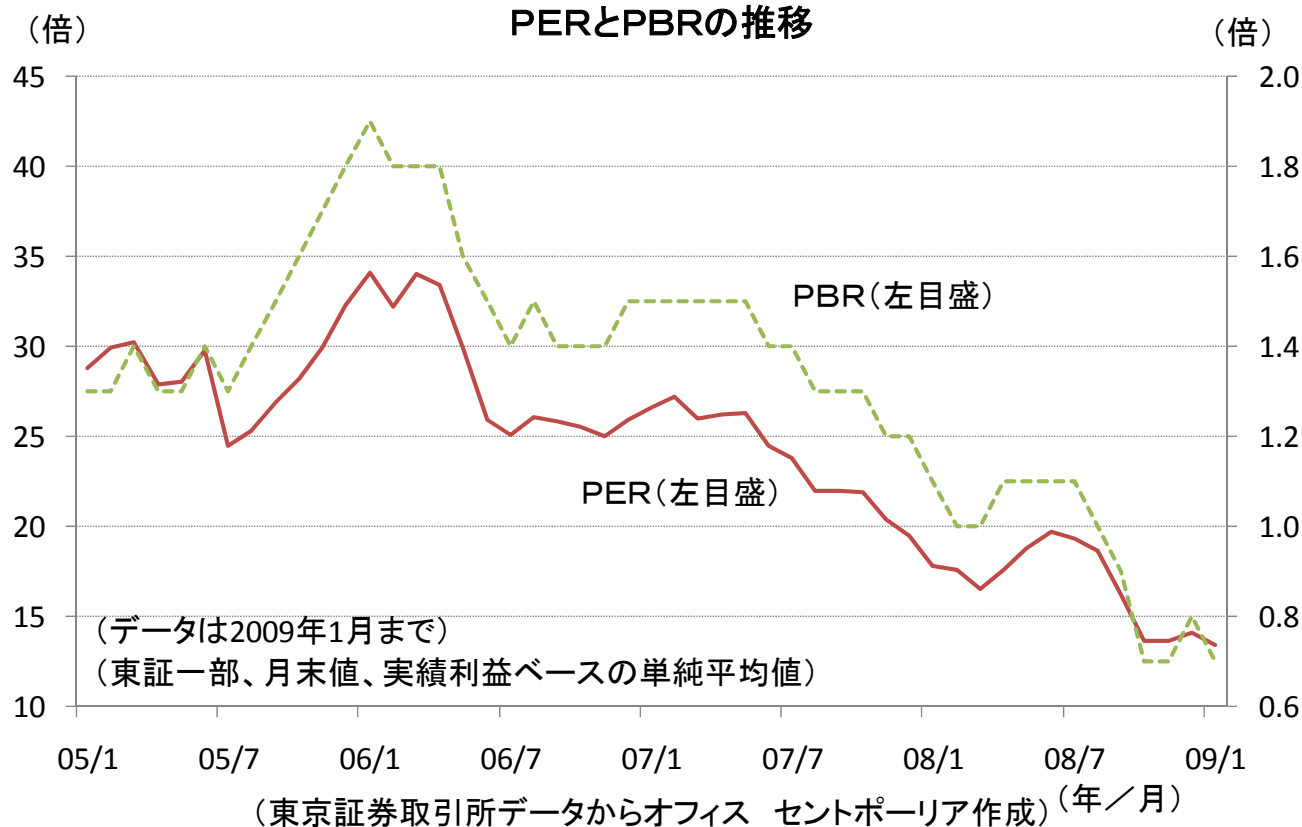
- 日経平均株価は、2008年10月27日の終値7162.90円を底値としたが、回復は遅い。
- 9000円台前半までの取引が最近多く、この価格帯での戻り売りをこなすと、12000円辺りまでは、ほぼ真空地帯だ。

世界景気が悪い、で、それで？



- 世界各国の景気について、悪いニュースには枚挙に暇がない。世界の貿易も悪い知らせばかりである。
- こうした環境下では、貿易に依存する卸売業(株式市場においては大半が総合商社)・海運業は不振なはずだ。しかしそうした業種の株価は、悪い材料はわかっているとわんばかりに底固さを見せ始めている。

下値の議論はPBRで



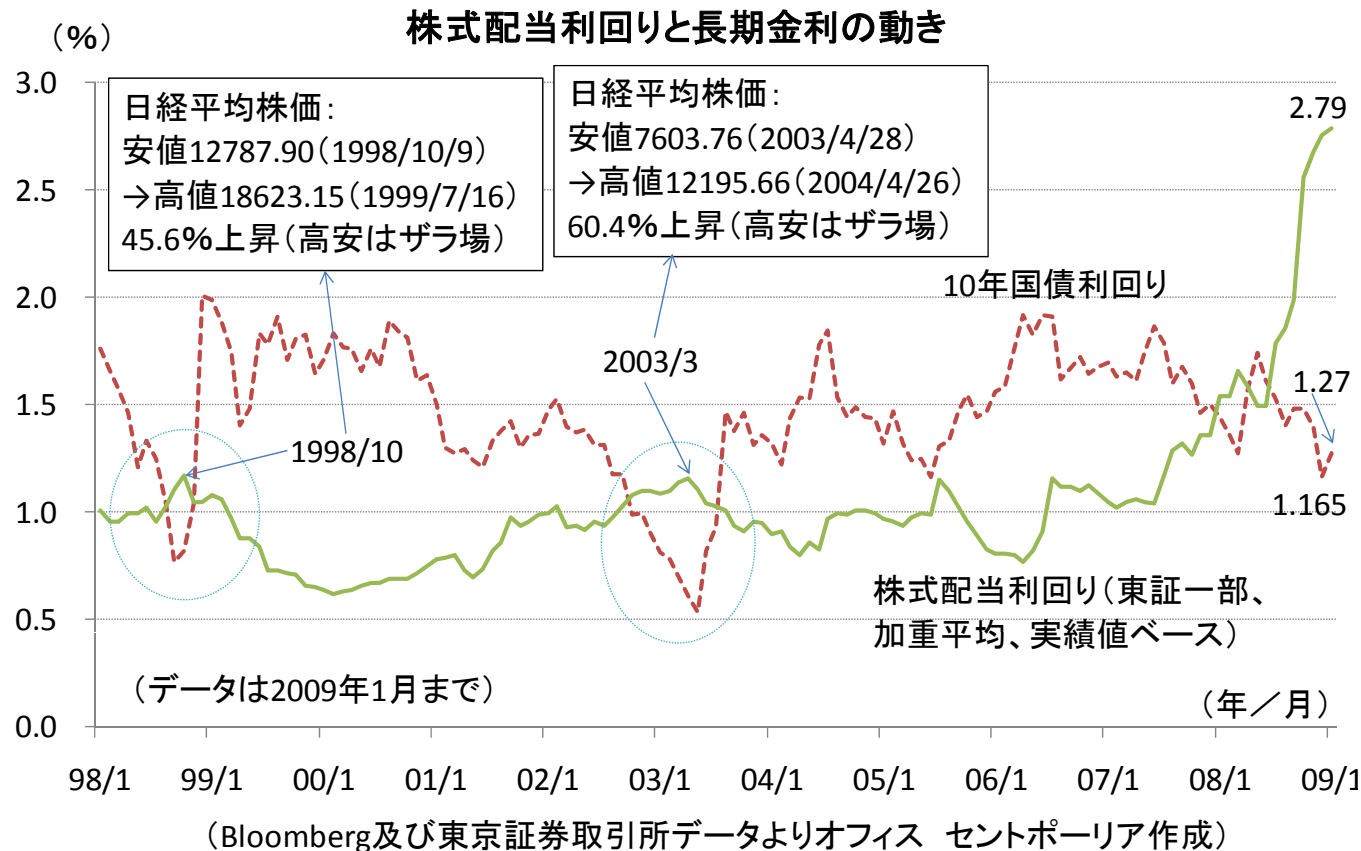
PER(株価収益率) = 株価 ÷ EPS(一株当たり利益)

PBR(株価純資産倍率) = 株価 ÷ BPS(一株当たり純資産)

ともに、数値が低いほど、企業の利益や資産の価値に対して、株価が割安であることを示す。特にBPSは、仮に企業が営業を止めて清算した場合に、株主が一株当たりでもらえる価値を意味する(純資産=全資産-負債)ので、株価がBPSを下回る事態は株価が安すぎることを示唆している。

- 東証一部の実績ベースPERは14倍程度と、過去の推移からみても低水準で、欧米主要国(10~15倍程度)と比べても割高感はない。しかし今期(2009年3月期)は全産業で4割前後の減益の可能性があり、来期(2010年3月期)も1割前後の減益は否定できない。すると来期の利益まで織り込んだPERは約25倍となり、割安とはいえない(過去と比べ、極端に割高とも言えないが)。
- 減益の可能性から、非常に弱気な議論(たとえば日経平均株価が6000円、など)も聞こえるが、そうすると既に1倍割れのPBRが一段と低下することになる。企業の解散価値を大幅に下回る株価は、①全産業で巨額の含み損を抱えている、②全産業で赤字を継続する、の場合しか正当化できず、弱気の議論には与しにくい。

再度期待できそうな株価上昇



- 現局面は、世界的な景気悲観論から国内でも長期金利が低下するとともに、株価下落が配当利回りの急上昇を引き起こしている。今後、企業収益の減益が2009年度(2010年3月期)まで続きそうだが、日本の企業は安定配当を志向することから、減配の幅は限定的にとどまろう。したがって、もし株価が上昇しなければ、配当利回りは高水準に位置し続け、株式投資の魅力を維持するだろう。
- 実際には、過去において同様に長期金利の低下と配当利回りの上昇が引き起こされた局面を見ると、その後株価が上昇し長期国債価格が下落する形で、長期金利と配当利回りの逆転が解消に向かっている。
- 直近の日経平均の安値は6994.90円(2008/10/28、ザラベース)であったので、
①1998年10月からの株価の戻り(9カ月強で45.6%)を当てはめると2009年8月頃10185円、
②2003年4月からの株価の戻り(ほぼ1年で60.4%)を当てはめると2009年10月頃11220円、に相当する。

当資料は、講演会等における資料として、オフィス セントポーリア(以下、「当オフィス」)が無償で配布しているものです。

著作権は当オフィス並びに代表の馬淵治好にあり、著作権法により保護されています。全部あるいは一部を無断で引用することは、当オフィスとしては差し支えありませんが、当オフィス作成資料からの引用である旨を明記してください。複製や電子メール等による受領者以外への送付も当オフィスとしては構いませんが、内容を一切変更しないでください。また、①当資料の複製により、あるいは②当資料の送付により、もしくは③当資料からの引用を大半とした資料の販売により、利益を得ることを禁じます。

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。特定の商品や取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼に足ると考える情報に基づいて作成されていますが、当オフィスがその情報の完全性や正確性を保証するものではありません。当資料の情報を利用する場合は、すべて利用者の責任においてご利用ください。その結果生じたすべての帰結について、当オフィスは一切責任を負いません。当資料は、資料作成時点での当オフィスの見解に基づいて作成されていますが、当オフィスは、今後予告なしに当資料の内容を変更することがあります。また内容を変更しても、その旨を広く知らせるわけではありません。

当オフィス並びに代表馬淵治好は、何らかの有価証券・金融商品・動産・不動産等やそれらの派生商品を保有していることがあります。