

サブプライム解決後も上昇余地小さい日本株

経済調査部 鳶峰 義清

焦点絞られたサブプライム対策

昨年来、世界の金融市場を混乱させているサブプライムローンに端を発した問題は、少しずつではあるが出口に近づいているようだ。

その問題の性質や規模から、沈静化には証券化商品を金融機関のバランスシートから切り離すなどの抜本的な対策が必要と指摘してきた。これに対し、3月以降FRBや米住宅公社などは住宅ローン担保証券などの実質的な買い取り策を発表、同市場の需給改善に寄与する対策を打ち出し始めた。同市場の規模などを勘案すれば、本稿執筆時点（4/7）ではまだ対策の規模は不十分であると考えられるものの、形を変えながらも公的資金が患部に直接流入し始めたことの意義は大きい。

V字回復は困難

しかし、問題が解決したとしても、米国景気がV字回復を辿るとみるのは早計だ。サブプライム問題の本質は、従来であれば貸出基準に適合しない主体に対して貸出が行われた“信用の嵩上げ”である。保証料を支払うことによって高格付けでの債券発行を可能にしたモノラインも同列である。

今後はこうした“信用の嵩上げ”は困難になる。問題が解決し、金融機関の与信能力が回復しても、信用が嵩上げされるような状況には戻らず、その分需要は伸び悩むことになる。

また、震源地となった米住宅市場の需給改善には相当の時間がかかると考えられる。このため、住宅価格の下落による逆資産効果が懸念される。米家計が保有する不動産資産残高は、昨年12月末段階で前四半期から下落に転じた。住宅価格の動向を勘案すれば、今年3月末には

1974年以来となる2四半期連続での下落が確実な状況だ。また、前年水準割れの公算も大きくなっているが（12月末段階で前年同期比+1.3%）、そうなると1952年の統計開始来はじめてのことで、おそらくは1930年代を中心とした大恐慌以来のこととなる。米家計が保有する不動産資産は約20兆ドルと、株式資産の4倍近くにもなる。不動産資産の減少による逆資産効果は、需要の低迷に繋がる公算が大きい。

業績二桁マイナスなら日本株の上昇余地無し

このように、サブプライム問題が解決しても、米国経済はV字型に急回復していくよりも、暫くは低調な“L字型”回復を辿る公算が大きい。米金融政策も暫くは低金利政策を維持せざるを得なくなるため、為替市場ではドル安が定着する可能性が大きい。また、景気の更なる下振れリスク解消が見込まれるなか、米国が低金利政策を続けることにより、原油をはじめとした資源価格の高騰、ないしは高止まりも続こう。

このように考えると、09年3月期の日本企業の業績は、減益になるリスクが高いと考えられる。為替相場などの条件次第では二桁減益になる可能性も否定できない。仮に、東証一部上場企業の一株あたり利益が▲10%の減益となった場合、PERが07年度末の15倍程度にとどまるとTOPIXの理論値は1,200ポイント前後となる（07年度の一株あたり利益が前年度比+5~10%程度として試算）。PERが上昇すれば株価も上昇するが、外国人投資家の影響が強まるなか、大幅な上昇も期待し難い。サブプライム問題が沈静化すれば、これを好感して株価は一時的に急騰する可能性はあるが、その後の見通しには冷静な分析が必要だ。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）