

週刊マーケットレター(2010年2月22日週号、No.310)

2010年2月21日

曾我 純

■主要マーケット指標

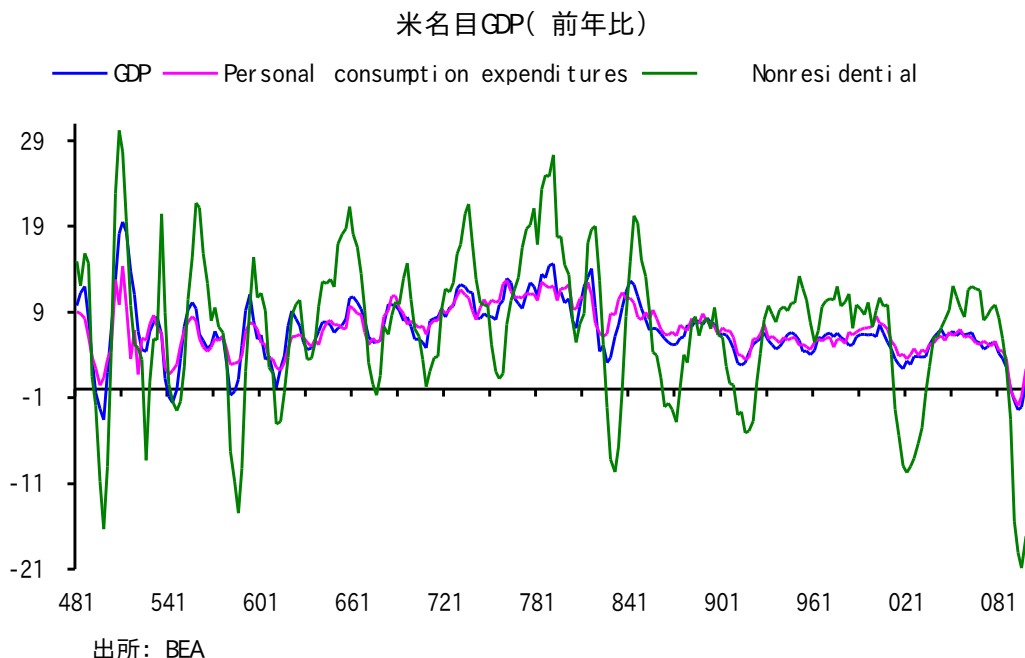
為替レート	2月19日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	91.50(89.95)	91.15	88.95
ドルユーロ	1.3610(1.3630)	1.4285	1.4925
ドルポンド	1.5455(1.5665)	1.6380	1.6660
スイスフランドル	1.0775(1.0775)	1.0320	1.0135
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.25375(0.25438)	0.25813	0.30563
米国	0.25194(0.25000)	0.24900	0.26656
ユーロ	0.60625(0.59719)	0.62125	0.67563
スイス	0.24833(0.24833)	0.25000	0.25167
長期金利(10年債)			
日本	1.330(1.325)	1.325	1.300
米国	3.77(3.69)	3.69	3.33
英国	4.27(4.03)	4.01	3.65
ドイツ	3.29(3.19)	3.27	3.26
株 式			
日経平均株価	10123.58(10092.19)	10764.90	9549.47
TOPIX	889.08(892.16)	949.76	837.71
NYダウ	10402.35(10099.14)	10725.43	10332.44
S&P500	1109.17(1075.51)	1150.23	1094.90
ナスダック	2243.87(2183.53)	2320.40	2156.82
FTSE100(英)	5381.17(5142.45)	5513.14	5267.70
DAX(独)	5722.05(5500.39)	5976.48	5702.18
商品市況(先物)			
CRB指数	277.80(267.92)	283.25	274.27
原油(WTI、ドル/バレル)	79.81(74.13)	79.02	77.46
金(ドル/トロイオンス)	1121.3(1052.5)	1139.7	1141.4

■ 4月頃にはFRBはFFレートを引き上げるべきだ

バーナンキFRB議長は2月10日の議会証言で利上げを示唆していたが、その翌週の18日、公定歩合を0.25%引き上げ年0.75%とすると発表した。ただ、FFレートは0.0%~0.25%に据え置いた。FRBは金融政策を徐々に正常な状態に戻す方針だが、インパクトの大きいFFレートについては、实体经济をみながら慎重に判断するのではないかと。

17日、FRBは2010年の経済見通しを公表したが、それによると、実質GDP成長率は2.8%~3.5%(第4四半期の前年比)と前回予想よりも下限を0.3ポイント引き上げ、米国経済は正常な姿

に戻ると想定している。米国経済がFRBのシナリオ通りに回復するならば、FFレートは第2四半



期には引き上げられるであろう。

09年の実質成長率は-2.4%と1946年以来63年ぶりの大幅なマイナス成長になったが、その翌年には約3%程度の成長を達成できるとのシナリオは楽観的すぎると思う。米国経済は住宅バブルの後始末の最中であり、成長を左右する家計の支出が本格化するとは考えられない。住宅着工件数は最悪期を脱したとはいえ、1月も50万戸台と昨年の夏以降ほぼ横ばいである。銀行貸出も前年を大幅に下回っており、これでFFレートが上昇すると、短期金利も上昇し、貸出はますます難しくなる。

とはいえ、昨年10-12月期の米GDPは名目・実質ともに前年比0.8%、0.1%とプラスに浮上した。おそらく今年の1-3月期以降のプラス幅は大きくなるはずだ。力強い回復は望めないが、たどたどしくも前年を上回る成長は持続できるように思う。そうであれば、ほぼゼロという異常な金利を正常化することは必要である。いつまでも異常な金融政策を続けていると、資金コストゼロの恩恵を受ける金融部門を利することになり、金融恐慌を起こした張本人でありながら、非金融部門を凌ぐ成長をみせ、資本・株式市場が実体経済から遊離、バブル化しかねないからである。

昨年10-12月期の米GDP物価指数は前年比0.7%と2四半期連続の1%未満の低い伸びである。09年は1.2%であったが、2010年の上昇率は1%以下に収まるであろう。名目成長率は3%台にとどまると予想され、FFレートが1%に引き上げられたとしても、米10年債利回りは現状の水準から大きく上昇することはない。1-3月期のGDP速報値が公表される頃には、FRBはFFレートを引き上げるべきだ。

■ 09年までの9年間の日本の年率名目成長率マイナスになる

2月15日公表の昨年10-12月期のGDP速報値によると、物価下落分を考慮した実質では前期比+1.1%と前期の横ばいからプラスに転じ、09年4-6月期以降、日本経済は持ち直しているようにいわれている。だが、実質GDPは低下した物価指数で名目GDPを除いて求めるため、実質GDPは名目以上に増加することになる。実際に市場表示された財・サービスの付加価値を集計した名目GDPは0.2%増加しただけである。

名目GDPは09年7-9月期まで6四半期連続の前期比マイナスとなり、1991年7-9月期以来の低い水準に落ち込んでいた。今回、それがやっと少し上向いたということである。前期比増の中身をみると、内需のうち横ばいの消費を除けば減少しており、GDPをプラスに引き上げたのは外需(寄与度0.5%)によるものだ。

名目GDPの前年比増減率は-3.3%と09年1-3月期を底にマイナス幅は縮小してきたが、7四半期連続の前年割れだ。住宅や民間設備投資は27.6%、17.2%も前年を下回っており、家計の大型支出や企業の設備投資マインドは冷え込んだままである。おそらく家計は住宅の購入を決定づける現在や将来の給与に期待ができないことから、住宅の購入に踏み切れないのではないかと。生産は戻りつつあるが、まだピーク時の8割強であり、過剰設備を依然抱えている状態では、設備投資を拡大するわけにはいかない。

雇用者報酬は昨年10-12月期も前期比-1.2%と前期の横ばいから再び下落し、1991年7-9月期以来、約18年ぶりの低水準を記録した。前年比でも4.5%も減少しており、このような報酬の悪化に襲われれば、生活防衛として消費を削る行動にでるのは当然である。しかも10-12月期のGDPデフレーターは前年比-3.0%と前期から2.4ポイントもマイナス幅が拡大し、03年1-3月期(-2.5%)を上回り過去最大の減少率となった。デフレーターはすべての支出で前年割れになっているが、消費のデフレーターは09年4-6月期に前年比-1.8%と02年1-3月期(-1.7%)を上回り、過去最高を更新したが、7-9月期は2.9%減と一層下落しデフレは強まった。

09年の名目成長率は474.9兆円、前年比6.0%減と減少率は過去最大を更新した。マイナス成長は2年連続となり、2年間で失われたGDPは40.6兆円となり、日本経済は18年前の1991年のレベルに戻ってしまった。バブル破裂後とはいえ1991年の名目成長率は6.0%と今から考えれば異常に高い伸びであったが、その後、これを超えることはなく、成長率は急低下していった。1998年に名目GDPはじめてマイナスになったが、以降、マイナスはめずらしくなくなり、1998年から2009年までの12年のうち7年が前年割れという有様だ。

戦後の成長率を10年毎にみると、日本経済の長期低落傾向がはっきりわかる。09年までの9年間の年率名目成長率は-0.6%と90年代10年間の年率成長率を1.9ポイント下回り、はじめてマイナスになった。2010年の成長率が回復したとしても、2010年までの10年間の年率成長率がマイナスになることは間違いなく、日本経済は長期的なマイナス成長の時代に入ったといえる。

2010年までの10年間の総人口は年率ゼロまで低下したが、生産年齢人口(15~64歳)は名目GDPと同じ年率-0.6%となり、人口問題が経済成長の阻害要因として立ち塞がっていることが

わかる。15歳未満は2000年と2010年(1,698万人)を比較すると152万人、生産年齢人口(2010年 8,138万人)は500万人それぞれ減少した半面、65歳以上(2,911万人)は707万人増加し、総人口に占める比率は22.8%に上昇した。15歳未満を65歳以上で除した比率は2010年、58.3%と2000年から25.6ポイントも低下し、65歳以上が14歳以下を1,213万人も上回っている。生産年齢人口の減少に加えて、このような人口構成の急激な変化も日本経済の成長力を長期的に奪いつつある。

名目GDP、人口等、年率の伸び率

	50年代	60年代	70年代	80年代	90年代	'00年代
G D P	12.7	16.7	13.2	6.1	1.3	-0.6
民間最終消費支出	10.7	15.1	14.4	5.9	1.9	0.0
民間住宅	17.6	23.4	14.0	4.2	-1.9	-4.4
民間企業設備	26.7	20.0	9.6	8.3	-2.1	-1.3
政府最終消費支出	7.6	15.3	16.6	5.3	3.7	1.1
公的固定資本形成	14.9	17.8	15.8	1.8	1.7	-5.8
純輸出	13.2	25.9			5.8	-16.6
総人口	1.2	1.0	1.2	0.5	0.3	0.0
生産年齢人口	1.9	1.8	1.0	0.9	0.0	-0.6
出生率(平均)	19.7	17.6	16.6	11.6	9.6	8.8
女子の大学進学率 (年代の中間値)	2.4	4.6	12.5	13.7	22.9	36.8

出所：内閣府、総務省、文部科学省