

週刊マーケットレター（09年8月24日週号、No.289）

2009年8月23日

曾我 純

■主要マーケット指標

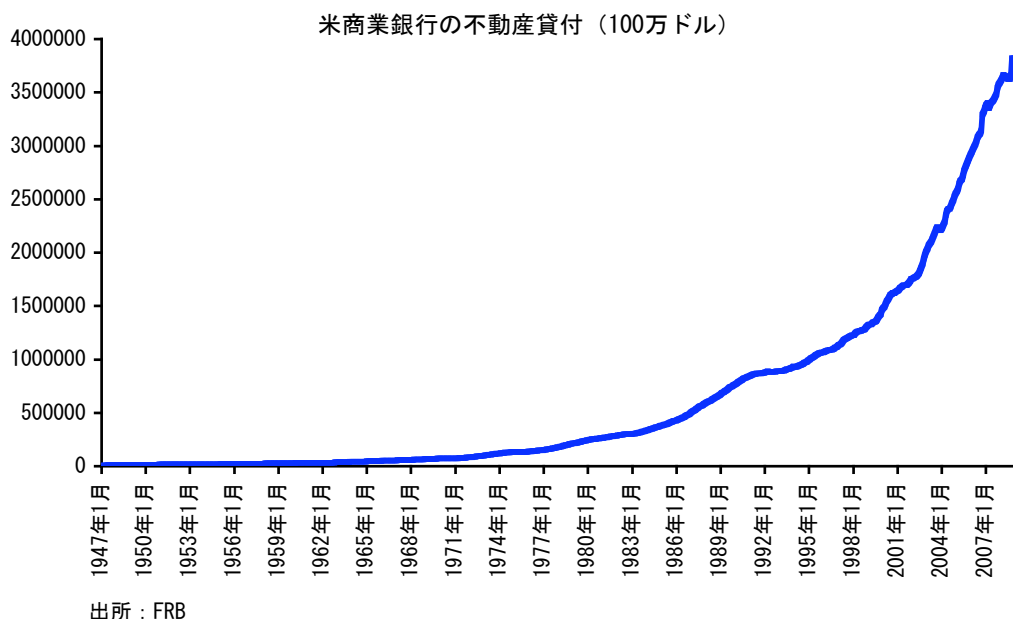
為替レート	8月21日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	94.40(94.90)	93.75	94.40
ドルユーロ	1.4325(1.4205)	1.4225	1.3890
ドルポンド	1.6490(1.6525)	1.6430	1.5835
スイスフランドル	1.0570(1.0735)	1.0685	1.0940
短期金利（3カ月）			
日本	0.39000(0.39875)	0.42063	0.52500
米国	0.39313(0.42938)	0.50313	0.66125
ユーロ	0.82500(0.83188)	0.92563	1.25250
スイス	0.33667(0.34833)	0.36667	0.40167
長期金利（10年債）			
日本	1.305(1.375)	1.360	1.425
米国	3.56(3.57)	3.48	3.36
英国	3.64(3.67)	3.77	3.65
ドイツ	3.31(3.32)	3.36	3.49
株 式			
日経平均株価	10238.20(10597.33)	9652.02	9264.15
TOPIX	947.34(973.57)	901.55	881.44
NY ダウ	9505.96(9321.40)	8915.94	8292.13
S&P500	1026.13(1004.09)	954.58	888.33
ナスダック	2020.90(1985.52)	1916.20	1695.25
FTSE100（英）	4850.89(4713.97)	4481.17	4345.47
DAX（独）	5462.74(5309.11)	5093.97	4900.67
商品市況（先物）			
CRB 指数	259.24(257.75)	246.83	242.36
原油（WTI、ドル/バレル）	73.89(67.51)	64.72	61.05
金（ドル/トロイオンス）	953.2(947.0)	946.6	950.8

■ 米政策金利は容易に引き上げることはできない

住宅指標が改善傾向を示したことにより、NY ダウは年初来高値を更新した。新車の買い替え補助制度を24日で終了することや住宅ローンの延滞率、差し押さえ率の上昇といった悪材料を脇に置いたまま、米株式市場は強気ムードに包まれている。株式相場は強気が支配しているが、対円・ユーロでドルは弱含みとなっており、対円では一時93円台の円高ドル安を付けた。各種世論調査が民主党の圧勝を報じ、予算配分が家計を潤すことによる消費の回復期待、日米の短期金利が限りなく接近、今週は日米逆転し、円高ドル安に

弾みをつけるといった思惑が為替相場に影響しているようだ。

米株式が強いのはほぼゼロ金利にしている金融政策が長期化すると踏んでいるからだ。7月の中古住宅販売件数の改善にしても、住宅減税が販売を底上げしていると考えられるが、この措置も11月末で切れる。需要をかなり先食いしているはずで、年末以降はその反動があらわれるだろう。自動車は来月から反動減に見舞われる可能性が高く、耐久財の二本柱が息切れすることになれば、最悪期を脱した米国経済は再び再下降することになる。



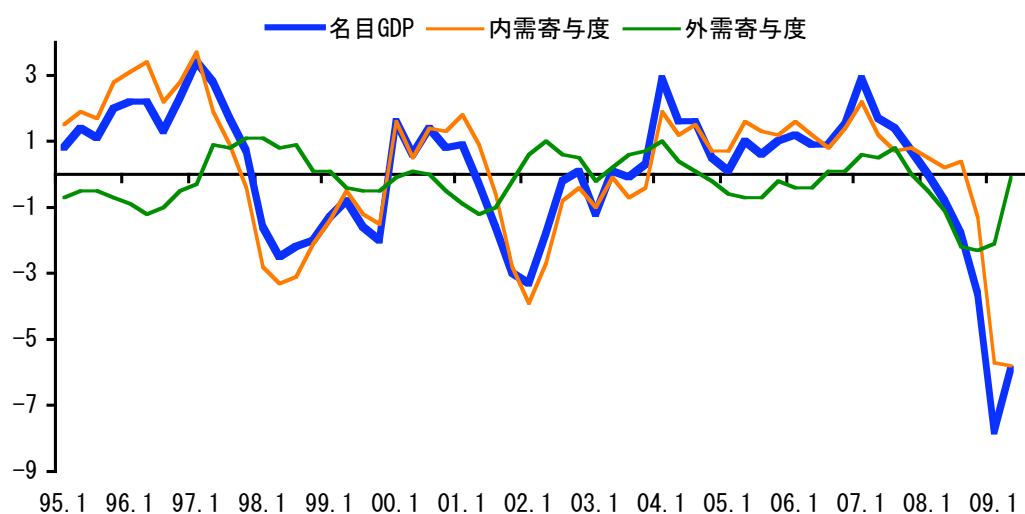
7月の生産者物価指数は前月比-0.9%と大幅に下落した。前年比では6.8%も落ち込んだが、原材料は44.8%も前年を下回っているため、最終財のマイナス幅は今後、一層下落し、デフレが強まるだろう。こうした経済・物価情勢に向かう可能性が高いため、FRBはしばらく金利引き上げに踏み切ることはないのではないか。投機資金が株式や商品に流れ込みやすい状況を変えるほどの勇気をFRBは持ち合わせていない。間違った政策だが、FRBは株式や商品市況を持ち上げることで、景気を浮揚させようとしているのだ。

すでに株式や商品市況はバブル化しており、ゼロ金利が長期化すればするほど、バブルは膨らみ、バブル崩壊が起これば、実体経済は揺れることになる。住宅バブル崩壊の痛手が癒えていないなかで、株式バブルが膨らみ、いずれ破裂することになるだろう。米商業銀行の不動産貸付は7月、3.84兆ドルと2ヵ月連続の前月比減となったが、前年比では6.0%増加しており、依然巨額の不動産貸付を抱えている。4-6月期の延滞率と差し押さえ率の合計13.54%を適用すると、5,000億ドルを超える不動産貸付が不良化していることになる。不動産貸付は総貸付額（6.98兆ドル）の55.0%を占めており、不動産貸付が商業銀行の命運を握っているといえる。これだけの爆弾を抱えている状態で、金利を引き上げることになれば、どのような事態になるかおおよその見当はつく。FRBは上げたくても、とてもそんなことはできないというのが本心なのだと思う。金利を引き上げれば、一気にバブ

ルは破裂し、経済は混乱を来たすけれども、短期間に不良資産は処理され、経済も正常な姿に戻るだろう。ゼロ金利を据え置き、巨額の不良資産を処理していく方法を探れば、長期間、長短金利差の拡大により金融機関の所得は増加するが、非金融部門の利息は激減することになる。

17日、日本の4-6月期のGDPが公表された。名目GDPは前期比-0.2%と5四半期連続のマイナスとなり、日本経済の収縮は止っていない。年率では08年1-3月期から39兆円も減少し、1993年以来約16年ぶりの規模まで経済は縮小してしまった。雇用者報酬も前期比-2.2%と02年4-6月期以来の大幅な減少となった。前期比の寄与度をみると、消費は+0.2%だが、あとの民需はマイナスである。一方、輸出と輸入が0.6%、0.3%それぞれ寄与しており、マイナス幅を縮めたのは外需だ。GDPは前年比5.9%減と前期より1.9ポイント縮小したが、プラスの寄与度は前倒しの効果があらわれている公共事業と輸入だけであり、民需は前年比7.8%減と前期よりマイナス幅はやや拡大し、自律的な回復の道筋を描くことはできない。

名目GDP（前年比）と寄与度



出所：内閣府

名目GDPの構成比をみると、08年のGDPに占める輸出比率は17.4%と前年を0.2ポイント下回ったが、それでも80年以降では2番目に高い。95年の9.1%を底にじりじりと上昇を続け、01年の10.6%から6年連続で上昇し、日本経済を牽引してきた。ただ、輸出のぶれは激しく、今回のように輸出が激減するとなす術がなくなる。輸出で経済が成り立つという仕組みは変えていく必要がある。さらに、設備投資への依存度も依然高く、日本経済が米国などに比べて大きく落ち込みやすい構造を持っているといえる。

小泉政権のときに「構造改革」が叫ばれていたが、公的部門の比率は08年、22.5%と02

年の 24.3%より低下しているが、1984 年から 1992 年の 9 年間よりも高く、長期的な観点からは公的部門が整理整頓されたとはいえない。公共事業はピークの半分に減少した半面、政府最終消費支出は 81 年以降 28 年連続増となり、08 年は 1980 年の 2.74 倍の 94 兆円に膨れている。08 年の公共事業は 20 兆円と 1980 年（22.8 兆円）を下回っているが、なにも残らない政府最終消費支出が拡大したのでは、話しにならない。これから真の「構造改革」を進めなければならない。