

週刊マーケットレター（07年12月24日週号）

2007年12月23日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	12月21日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	114.00(113.25)	108.40	115.50
ドルユーロ	1.4380(1.4430)	1.4855	1.4090
ドルポンド	1.9825(2.0175)	2.0660	2.0205
スイスフランドル	1.1565(1.1535)	1.1020	1.1725
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.96500(1.03375)	0.92000	0.99500
米国	4.85750(4.96625)	5.01500	5.20250
ユーロ	4.77625(4.94688)	4.65363	4.72375
スイス	2.76833(2.78833)	2.75333	2.75000
長期金利（10年債）			
日本	1.550(1.545)	1.420	1.680
米国	4.17(4.23)	4.00	4.62
英国	4.71(4.85)	4.59	5.09
ドイツ	4.32(4.33)	4.03	4.37
株 式			
日経平均株価	15257.00(15514.51)	14837.66	16312.61
TOPIX	1469.20(1501.25)	1438.72	1552.07
NY ダウ	13450.65(13339.85)	12799.04	13820.19
S&P500	1484.46(1467.95)	1416.77	1525.75
ナスダック	2691.99(2635.74)	2562.15	2671.22
FTSE100（英）	6434.1(6397.0)	6070.9	6456.7
DAX（独）	8002.67(7948.36)	7518.42	7794.43
商品市況（先物）			
CRB 指数	354.23(348.60)	350.82	333.15
原油（WTI、ドル/バレル）	93.31(91.27)	97.29	81.62
金（ドル/トロイオンス）	811.6(793.3)	797.6	731.4

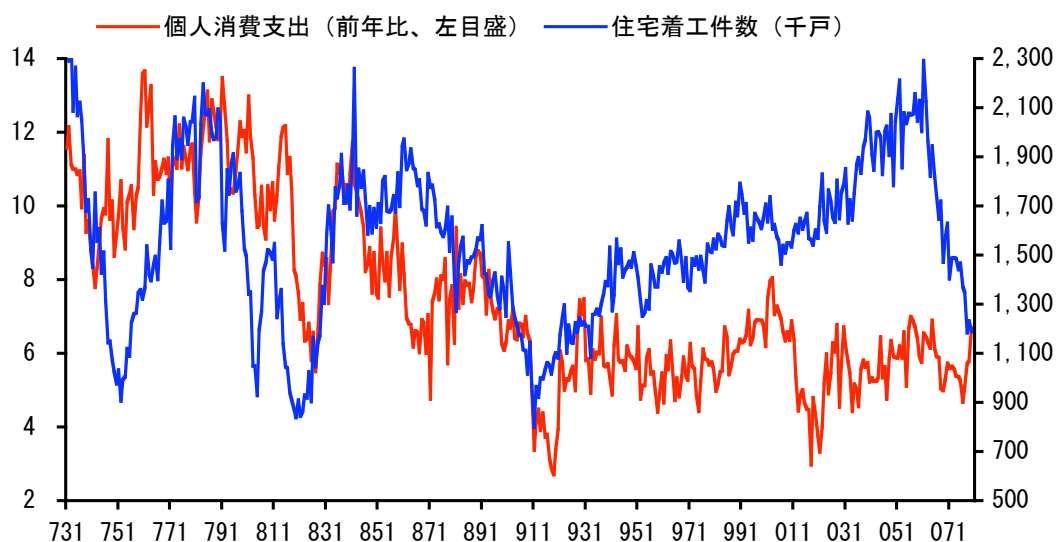
■ 欧米金融機関への出資で株式投資への余力減退

次々に明らかになる欧米金融機関のサブプライム関連損失により、日本株の中心プレーヤーである外人はリスクを回避せざるを得なくなり、12月第2週、外人は5,527億円の日本株を売り越した。サブプライムの根は深く、金融機関がバランスシートから完全に不良資産を外すには相当の時間を要し、その間は、日本株を積極的に買うというスタンスはとれないはずだ。主力プレーヤーがサブプライムという病で重症に陥っている状況では、日本株の上昇は期待できない。

11月の米個人消費支出は前月比1.1%と予想を大幅に上回ったが、おそらく一時的なものであり、12月は低迷する見通しである。可処分所得は0.3%増だが、実質ベースでは-0.3%と2ヵ月連続のマイナスとなった。物価指数であるPCEコアは前月比0.2%と前月と同じ伸びとなり、物価は引き続き安定しているといえる。

11月の米住宅着工件数は118.7万件、前年を24.2%下回った。特に、一戸建てが82.9万户と8ヵ月連続の減少となり、前年比では34.9%も減少した。許可件数も落ち込んでおり、一戸建ては76.4万户となり、先行き着工件数はさらに減少することになりそうだ。過去の住宅着工の動向からみても、とても底入れしたとは言い難く、来年にはさらに冷え込み、100万户の大台を下回ることになるだろう。

米個人消費と住宅



出所：BEA

米住宅不況は不動産価値を引き下げ、証券化商品の価格付けは一層難しくなると考えられる。評価損を計上してもバランスシートに抱えていれば、時間の経過とともに損失額はますます拡大し、さらに引当金を積まなくてはならないことになる。不良債権処理の鉄則は、バランスシートから不良債権をいかに迅速に切り離すことができるかである。ただ、買い手優位のため、相当思い切った価格でなければ売り切ることはできず、その場合、巨額損失の計上を余儀なくされるだろう。自己資本比率がBIS規制に近づいたり、下回るようなことになれば、外部から急遽出資を仰ぐことになる。原油高で潤沢な資金を抱えている産油国の政府系ファンドの資金に頼らざるをえなくなっている。

今、資金を必要としているのは金融機関であり、またそのようなところに出資すれば、シティ向けがそうであったように、非常に有利な条件（年11%）で出資することができるのである。金融機関に出資したほうが、株式で運用するよりも高い利回りを確保することができれば、わざわざ株式を買うことはしないはずだ。シティ向けでも11%であるから、

他の金融機関にはもっと高い金利を吹っかけていることは間違いない。法外な金利を要求されても、弱みを握られている金融機関にとっては、その要求を受け入れざるをえないだろう。欧米金融機関の不良債権処理にメドがつくまでは、新規資金は株式に振り向けられるよりも金融機関の資本に注入される割合が高いのではないか。

■ 外需依存高まり不安定性増す日本経済

日本経済は内需の不振を外需で補っている状態が続いており、それが減速を緩やかにしている。11月の貿易統計によれば、数量ベースの輸出は前年比11.5%と2ヵ月連続の2桁増となった。四半期では07年1-3月期を底に3四半期連続で伸び率は上昇する見通しである。対米輸出は-5.6%と3月以降9ヵ月連続のマイナスだが、対EUが6.1%と8ヵ月連続のプラス、対アジアは14.9%と1月以来の高い伸びとなり、対米の不振を補って余りある。一方、輸入は-0.3%と6ヵ月連続の前年割れとなり、内需の弱さを示している。

米国経済は明らかに減速しているが、貿易統計からはいまのところ米国のEUやアジアへの影響をみることはできない。中国のWTO加盟、通貨ユーロの導入やEUの拡大、原油高による産油国の購買力増大などがEUやアジアの対米依存度を低下させ、そうした要因が欧州・アジア経済の拡大を支えているようにも思える。だが、米国経済の減速が、住宅バブル破裂の次に原油バブルを破裂させることになれば、世界経済はこれまでの好循環の逆回転が起こらないとも限らない。

そうなれば日本経済は内需が不振だけに、つかい棒が外れたように、景気は一気に悪化するだろう。外需依存度を低下させるために、内需中心の経済へと構造改革を進めなければならなかったが、前小泉首相の「構造改革」は大衆心理をむための宣伝文句にすぎず、内需中心の景気変動の小さい経済に変えることはできなかった。

06年度の実質GDPに占める消費支出の割合は55.6%と10年前よりも1ポイント低下している半面、設備投資は15.9%、同1.5ポイントの上昇である。10年前、純輸出はマイナスであったが、その後拡大を続け、06年度は21.4兆円、実質GDPの3.9%を占めている(因みに、06年の米国の消費支出比率は71.1%、設備投資11.5%、純輸出-5.5%)。設備投資や外需といった変動の激しい需要の影響を大きく受けることが、日本経済の不安定性を高めているのである。

消費支出の割合が低いことは、取りも直さず貯蓄率の高い経済なのである。貯蓄の比率が高く、貯蓄額が多ければ、設備投資、政府支出、純輸出の項目のいずれかが、貯蓄に等しくなるまで増加することになる。来年度予算の財務省原案によると、国債発行額は25.3兆円と引き続き巨額であり、歳入の30.5%を占めている。このような異常な国債発行を可能にしているのも民間部門の貯蓄なのである。将来のために貯蓄したカネが、政府の懐に25兆円もいくという現状を打開する必要がある。