

週刊マーケットレター（03年5月19日週号）

2003年5月18日

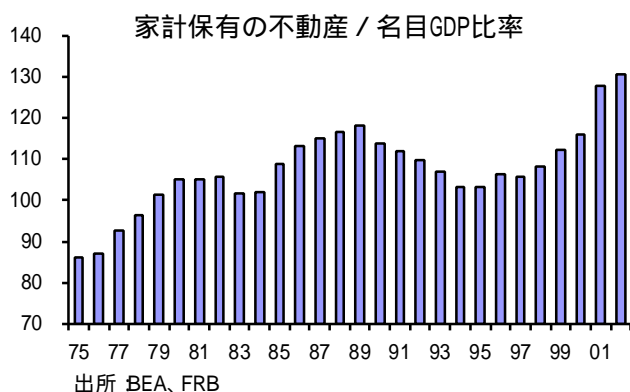
曾我 純

主要マーケット指標

為替レート	5月16日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	116.00(117.40)	119.50	119.05
ドルユーロ	1.1580(1.1490)	1.0915	1.0690
ドルポンド	1.6230(1.6045)	1.5805	1.5905
スイスフランドル	1.3070(1.3130)	1.3715	1.3620
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.05813(0.05938)	0.06000	0.05938
米国	1.29000(1.29000)	1.32938	1.34000
ユーロ	2.40438(2.47038)	2.55888	2.69038
スイス	0.29000(0.29000)	0.30000	0.5800
長期金利(10年債)			
日本	0.575(0.575)	0.655	0.870
米国	3.41(3.68)	3.94	3.94
英国	4.14(4.23)	4.40	4.21
ドイツ	3.83(3.92)	4.14	3.99
株 式			
日経平均株価	8117.29(8152.16)	7879.49	8771.89
TOPIX	819.17(823.52)	788.96	861.70
NY ダウ	8678.97(8604.60)	8257.61	8041.15
S&P	944.30(933.41)	879.91	851.17
ナスダック	1538.53(1520.15)	1394.72	1346.54
FTSE100(英)	4049.0(3969.4)	3854.9	3692.4
DAX(独)	2989.08(2956.59)	2824.68	2708.97
商品市況(先物)			
CRB 指数	241.33(238.05)	231.46	246.99
原油(WTI、ドル/バレル)	29.14(27.72)	29.18	36.96
金(ドル/トロイオンス)	354.7(348.6)	325.8	344.2

米国債券、消費者物価の下落で急騰

4 - 6月期の機械受注が前期比2桁減になる見通しや1 - 3月期のGDP(国内総生産)が発表されたが、株価の反応は鈍く、小幅な値動きにとどまった。デフレーターは過去最大の下落に対しても株式市場の反応は鈍感であったが、投機中心のその日暮らしの株式市場では当然のことなのだ。米国株も上値は重かったが、前週末よりも高くなった。米債券相場的大幅上昇につれて、欧州の債券も買われた。4月の小売売上高が不調だったほかに、4月の鉱工業生産指数が2ヵ月連続のマイナスになるなど、米国景気の先行きが見えにく



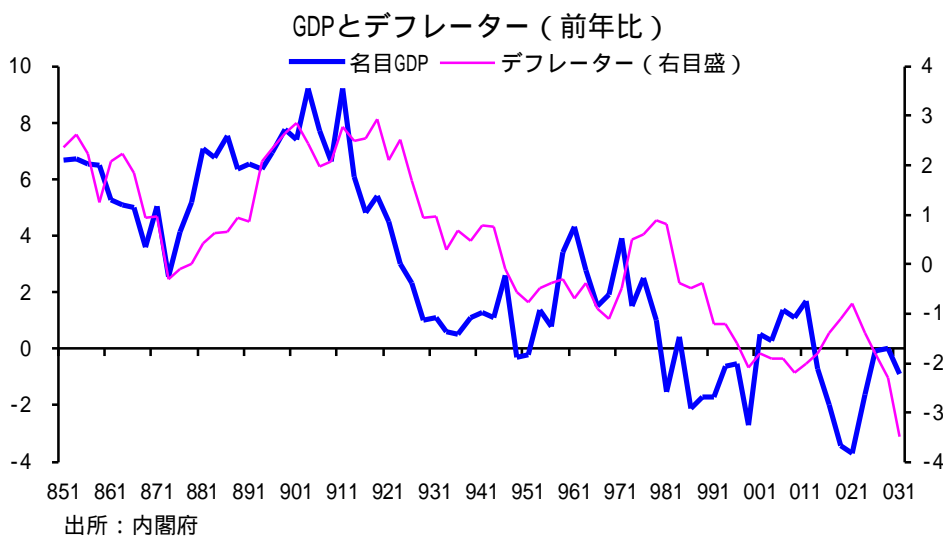
くなっていたところへ、4月の消費者物価指数が前月比-0.3%と01年12月以来のマイナスになったことが、債券買いに拍車を掛けた。ドイツの1 - 3月期のGDPは前期比-0.2%と2四半期連続減となり、ドイツの景気は後退していることが明らかになった。それでもユーロは強く、1ユーロ=1.158ドルに上昇し、積極的な円売り介入にも

かかわらず、円も対ドルで一時115円台まで上昇した。

4月の米製造業設備稼働率は72.5%と3ヵ月連続で低下し、約20年ぶりの低稼働となった。ハイテク産業は62.4%と引き続き低迷しているが、自動車・同部品をはじめ非耐久財などの稼働率も低下しており、米国経済は過剰生産設備の問題が大きくなりつつある。不動産バブルが破裂することも予想され、米国資産を保有するリスクは相対的に高く、ドル相場は弱含みとなる。

GDP デフレーターの下落加速

03年1 - 3月期のGDP(国内総生産)速報が発表された。物価変動を考慮しない名目GDPは前期比-0.6%と2四半期連続で減少した。民間最終消費や民間設備投資は微増となったが、公的支出の減少や純輸出の悪化によりマイナス成長になった。過去1年のうち前期比でプラスになったのは昨年7 - 9月期だけであり、1 - 3月期のGDPは496.1兆円と95年4 - 6月期以来の規模に縮小し、97年1 - 3月期のピークから33.4兆円減少した。



名目 GDP の伸び率は前年同期比でも -0.9% と前期の横ばいから悪化した。公的固定資本形成が 12.8% 減少したほか、輸出の鈍化で純輸出も大幅に減少したからだ。成長率は昨年 10-12 月期に前年水準に戻った後、2 四半期ぶりにマイナスになった。民間設備投資の反落や民間最終消費の不振により、4 - 6 月期以降、マイナス幅は拡大する見通しである。

GDP の物価指数であるデフレーターは前年同期比 3.5% 低下し、マイナス幅は前期より 1.2 ポイント拡大、過去最大の下落率となった。消費税率の引き上げの影響によるプラス期間を加えれば、9 年近く物価は下がり続けており、世界経済史上類い稀な長期デフレに陥っていると言える。昨年 1 - 3 月期は -0.8 までマイナス幅は縮小したが、4 - 6 月期以降、4 四半期連続で下落率は急速に拡大した。下落率が大きいのは民間企業設備 (-5.2%) であり、93 年 1 - 3 月期以降、10 年を超える物価下落に見舞われている。企業の過剰資産はほとんど処理されておらず、設備投資関連の需要は冷え切っているからである。民間設備投資が減少していることに加えて、公共事業費も毎年削減されているため、投資セクターの過剰資産は一層深刻になっている。投資セクターの雇用減少・消費低迷が消費財セクターの需要不足を引き起こし、日本経済は縮小の迷路に入り込んでしまった。

デフレの恐さ

02 年 3 月末の非金融法人の総資産は 1,243 兆円 (法人企業統計年報) だが、現預金や売掛債権等を除いた実物資産は約 900 兆円。デフレによって 03 年 3 月末には実物資産は 31 兆円減価したことになる。3.5% の物価下落を過小評価しては大変なことになる。企業のバランスシートは見る見るうちに毀損し、修復は困難な状況に追い込まれている。物価下落率がこれで止まるとは考え難く、総需要の落ち込みが続けば、来年には 5% 以上に拡大するかもしれない。1% の物価の下落で 9 兆円の価値が失われるのである。GDP というフローの収縮よりもストックの減価が大きいことに注目する必要がある。デフレの恐さを知るべきである。

りそなに資金注入、一時的な癒し

「りそなホールディングス」は自己資本比率が 4% を割り込んだため、公的資金の注入を申請し、事実上破綻した。政府は公的資金の注入を決定したが、300 兆円前後と推計される非金融法人の過剰資産や急激なデフレの進行などから推測すれば、金融機関の大半はどこも似たり寄ったりの状況に陥っているのではないかと。長い間、杜撰な経営計画によって自己資本を水増しするなどの放漫経営をしていたところへ公的資金を注入しても、一時的に傷を癒すだけで、傷口は再び広がることになり、行き詰まるのは目に見えている。

公的資金の注入がなければ、大手行の大半は破綻していたはずだ。が、経営責任は問われず、行員給与の削減は小幅であるなど、通常では考えられないことが、いまだに罷り通っているのである。こうした経営の歪みを正すことなく、資金不足になれば、資金注入が問題なく実効されることになる。こうしてだれが責任をとることもなく、銀行の問題を引

き伸ばすことによって、日本経済は確実に蝕まれていっているのである。最終的なつげは国民に回ってくるのだが。

公的資金の注入で国有化しても健康体に戻ることは期待できない。金融機関への資金供給はどぶに金を捨てるようなもので、金融機関の救済では経済は好転しないことが99年にすでに証明されている。いくら金融機関に金を投入しても不良資産の一部と置き換わるだけであり、金融機関から金がでて行くことはない。経済の縮小でデフレが速度を増し、非金融法人のバランスシートが急速に悪化している。実物資産が年30兆円も消えていることは、負債・資本もそれだけ減額しなければならない。本来、減らさなければならない負債・資本をそのままにしているつげが溜りに溜まって、企業は身動きが取れなくなっているのだ。借入を返済できない企業はますます増大し、銀行の収益だけでは不良債権処理は追いつかないのである。

「デフレーションがある程度まで昂進すると、どの銀行もこれに耐えることができなくなる。銀行の地位は、一部は一般大衆の眼から隠されているにせよ、事実上全体的な情勢のなかでもっとも弱い要素である。現在のような情勢がもっと強まることになれば、何らかの破綻が生じることは明らかである」(ケインズ、『貨幣価値の崩壊が銀行に及ぼした帰結』、1931年8月)