週刊マーケットレター（08 年 12 月 29 日週号、No.261）

2008 年 12 月 28 日
曽我　純

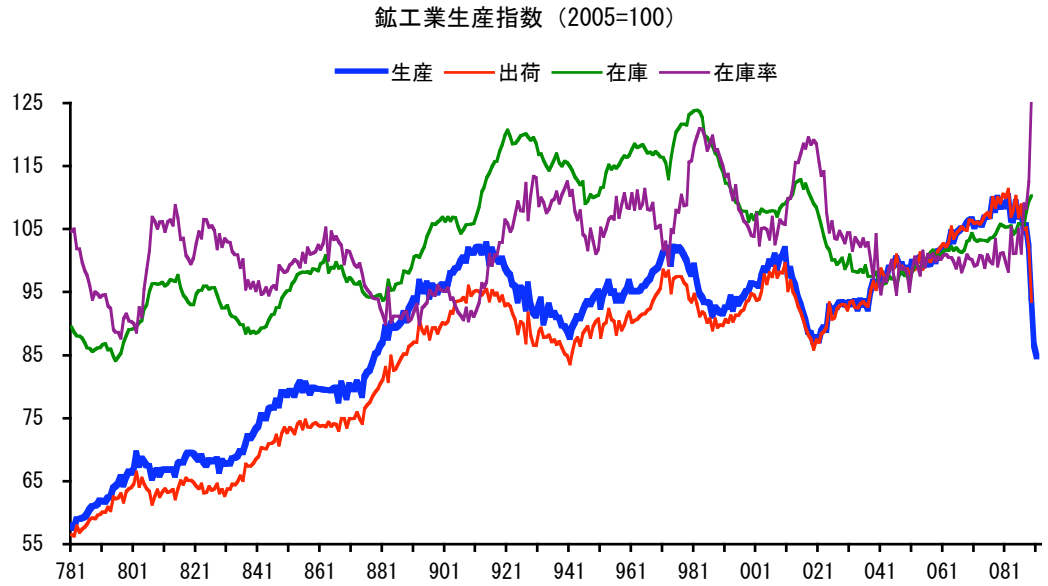
■主要マーケット指標

為替レート	12 月 26 日（前週）	１ヵ月前	３ヵ月前
円ドル	90.80(89.30)	95.65	106.00
ドルユーロ	1.4035(1.3905)	1.2875	1.4615
ドルポンド	1.4675(1.4905)	1.5335	1.8425
スイスフランドル	1.0675(1.1055)	1.2035	1.0895
短期金利（３ヵ月）			
日本	0.88625(0.89625)	0.93500	0.94125
米国	1.46750(1.49750)	2.18125	3.76188
ユーロ	2.98688(3.07625)	3.90625	5.13875
スイス	0.70000(0.73833)	1.28458	2.85500
長期金利（10 年債）			
日本	1.200(1.220)	1.380	1.460
米国	2.13(2.12)	2.98	3.85
英国	3.04(3.18)	3.78	4.53
ドイツ	2.93(3.00)	3.28	4.15
株　式			
日経平均株価	8739.52(8588.52)	8213.22	11893.16
TOPIX	846.58(834.43)	817.22	1147.89
NY ダウ	8515.55(8579.11)	8726.61	11143.13
S&P500	872.80(887.88)	887.68	1213.01
ナスダック	1530.24(1564.32)	1532.10	2183.34
FTSE100（英）	4216.59(4286.93)	4152.69	5088.47
DAX（独）	4629.38(4696.70)	4560.50	6063.50
商品市況（先物）			
CRB 指数	215.28(218.87)	245.78	364.57
原油（WTI、ﾄﾞﾙ/ﾊﾞﾚﾙ）	37.71(33.87)	54.44	106.89
金（ﾄﾞﾙ/ﾄﾛｲｵﾝｽ）	870.4(836.4)	808.5	882.9

■　輸出に翻弄される日本経済

生産活動は過去にない収縮過程にある。四半期ベースの鉱工業生産指数は７－９月期まで３四半期連続の前期比減と低下していたが、ここに来て、生産の低下は加速してきた。生産指数は 10 月の前月比-3.1%から 11 月には-8.1%の 94.5（2005 年=100）へと経験したことのない激しい減産となった。経済産業省の予測によれば、12 月は前月比 8.0%、09 年１月は 2.1%それぞれ低下する。予測通りになれば、09 年１月の生産指数は 84.7 となり、08 年２月（110.2）のピークから 23.1%も落ち込むことになる。

10-12 月期の生産指数は 94.3、前期比-11.2%となり、これだけで名目 GDP を前期比 2.4%引き下げることになる。おそらく非製造業も低迷していることから、10-12 月期の名目 GDP は前期を３％以上下回る大幅な減少となり、５年以上前の 03 年４－６月期並みの水準に戻るであろう。



出所：経済産業省
注：08年12月、09年１月の生産は予想

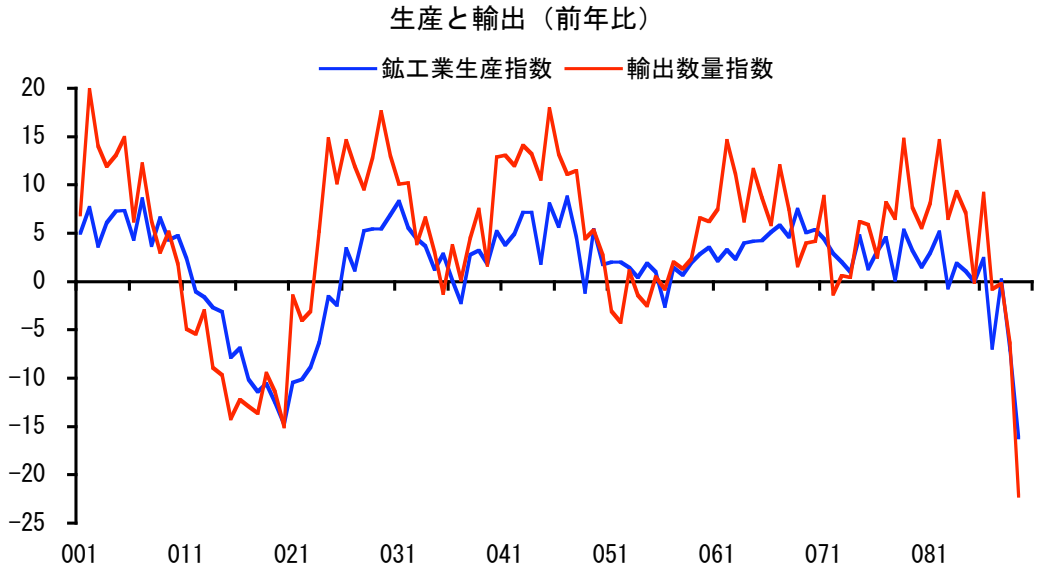
11 月の生産指数は 03 年８月以来、５年３ヵ月ぶりの低い水準となる半面、在庫は前月比 0.7%と３ヵ月連続増だ。出荷の大幅な減少により、在庫率は 12.4%増と跳ね上がり、78 年以降では最大となった。これだけ生産を落としても在庫が減少しないので、企業はさらに減産を強化するだろう。期待収益率は極端に悪化し、設備投資は冷え込み、金融政策ではどうにもならない事態に陥っている。

これだけ生産が激減するにはそれなりの理由がある。02 年 1 月を底に、景気が回復したとはいえ、国内経済の足取りは緩慢であった。だが、企業は好調な輸出に目を奪われ、設備投資を拡大し、生産能力を引き上げた。欧・米の住宅・株式バブルによる景気拡大、資源高バブルに起因する消費・投資財の予想外の需要、EU 拡大に伴う需要増などが、日本の輸出企業にかつてないほどの活況をもたらしたのである。

日本の輸出額は 01 年の 48.9 兆円を底に、６年連続で増加し、07 年には 83.9 兆円、01 年比 35 兆円も増加した。年平均約６兆円の需要増であり、これが企業の設備稼働率を高め、収益に著しく貢献したばかりでなく、期待収益率をさらに引き上げ、設備投資の増強に走らせた。

ところが輸出の伸びが夏頃から弱くなり、８月には数量ベースで前年比マイナスになり、10 月は-6.4%と約７年ぶりの減少率となった。それが、11 月には-22.2%と記録的なマイナスとなり、世界的に家計も企業も購買を控えている姿が浮き彫りになった。

バブルの震源地である米国への輸出は前年比-28.5%、金額では-33.8%も落ち込んだ。対EU も金額で-30.9%と大幅に悪化し、企業が強気にみていたアジアも 26.7%も減少し、輸出は総崩れとなった。特に、期待していた中国向けも 24.5%減少し、欧米に独立して経済を維持していけないことを裏付けた。



出所：経済産業省、財務省

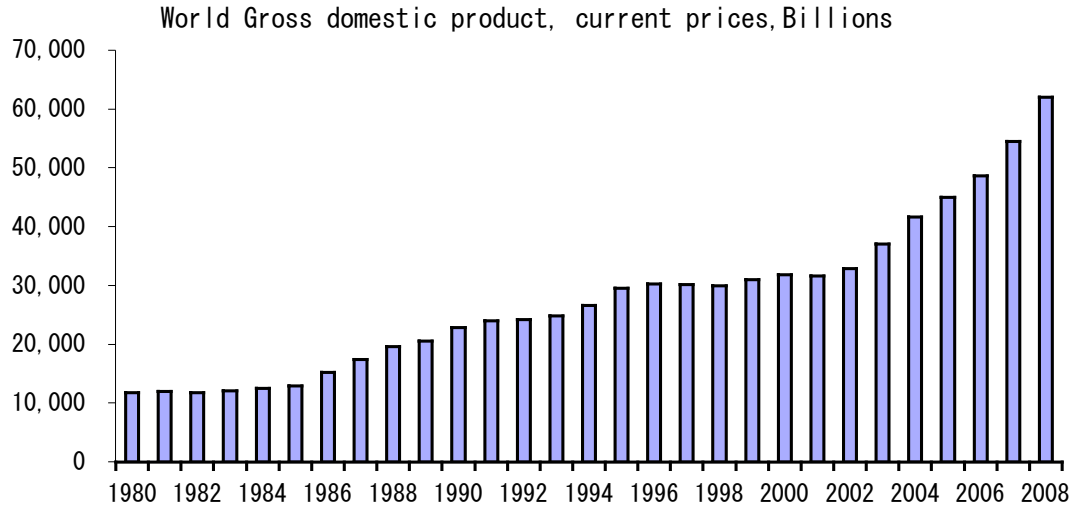
不動産、株式、資源の３つのバブルが同時的に破裂すればどのような事態になるか、90年代の日本の不動産・株式バブル破裂後の悲惨な経済を経験した人であれば、容易に想像できるのではないか。欧米の不動産バブルの破裂だけでも、バランスシートを激しく痛め、回復するには長い期間を必要とするが、今回は株式・資源高が加わっているため、世界経済の成長経路は相当上方へ押し上げられ、通常の軌道から外れてしまった。

世界の名目 GDP（ドルベース）は 07 年、54.6 兆ドルだが、５年前と比較すると、65.6%も増加しており、その前の５年間（2002／1997）の成長率 9.1%と比べると、異常に高い。1997 年／1992 年と比べてもはるかに高く、07 年／02 年の５年間の成長は、欧米の不動産バブルや資源バブルによる影響が大きくあらわれたと考えざるを得ない。異常に高い成長から長期的に平均と考えられる軌道に戻るには、過剰になった資産や雇用を削減しつつ、成長率は大幅にかつ急激にダウンすることになる。

今回の不況も日本経済の構造的な脆さが露呈した。11 月の鉱工業生産は前年比 16.2%も低下したのに対して、米国は前年を 5.5%下回っているだけだ。住宅バブル破裂で大揺れに揺れているわりには、製造業への打撃は日本よりも小さい。米国経済は輸入依存度が高く、景気が悪くなれば、まず輸入が減少し、輸入が国内産業のバッファーになっているからだ。経済全体に占める製造業の比率や民間設備投の比率が低いことも、米国経済の振幅が日本ほど大きくならない因子である。

日本はゼロ金利といってよい状況をいまだに続け、株式をバブル化し続けている。輸出

と株式という不安定なものに寄りかかった経済から抜け出さねば、日本経済はいつまでも落ち着かない。来年は世界経済が正常な軌道へと舵を切ることから、日本経済に対しても



出所：IMF

風圧は強まり、厳しい運航が予想される。変動の大きい設備投資や輸出の比率を下げ、消費を拡大するような舵取りをしなければならない。市場経済の化けの皮が剥がれた今、企業の言いなりにならないような仕組みが必要である。（正月のため次号は休みます）