

週刊マーケットレター（2010年2月15日週号、No.309）

2010年2月14日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	2月12日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	89.95(89.25)	91.00	90.35
ドルユーロ	1.3630(1.3675)	1.4485	1.4845
ドルポンド	1.5665(1.5625)	1.6165	1.6585
スイスフランドル	1.0775(1.0735)	1.0185	1.0175
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.25438(0.25500)	0.26375	0.31500
米国	0.25000(0.24969)	0.25125	0.27250
ユーロ	0.59719(0.60125)	0.63500	0.67125
スイス	0.24833(0.25000)	0.25000	0.25500
長期金利(10年債)			
日本	1.325(1.355)	1.350	1.370
米国	3.69(3.56)	3.71	3.44
英国	4.03(3.88)	3.93	3.77
ドイツ	3.19(3.10)	3.31	3.37
株式			
日経平均株価	10092.19(10057.09)	10879.14	9804.49
TOPIX	892.16(891.78)	954.13	867.70
NY ダウ	10099.14(10012.23)	10627.26	10197.47
S&P500	1075.51(1066.19)	1136.22	1087.24
ナスダック	2183.53(2141.12)	2282.31	2149.02
FTSE100 (英)	5142.45(5060.92)	5498.71	5276.50
DAX (独)	5500.39(5434.34)	5943.00	5663.96
商品市況(先物)			
CRB 指数	267.92(258.55)	283.52	269.20
原油 (WTI、ドル/バレル)	74.13(71.19)	80.79	76.94
金 (ドル/トロイオンス)	1089.5(1052.5)	1128.9	1106.0

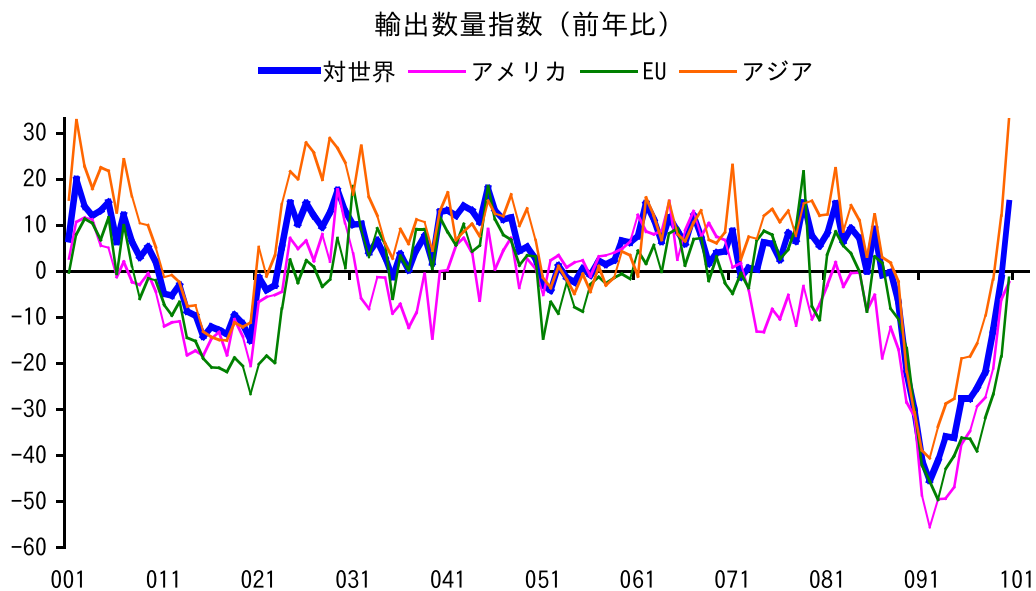
■ 日本の輸出増はいつまで持続するか

輸出の回復で生産も続伸している。輸出の割合が高い製造業は息を吹き返しているが、内需依存型の企業は苦境から脱するにはほど遠いところにいる。昨年12月の輸出は前年比12.0%と08年9月以来、15ヵ月ぶりのプラスだ。対米輸出は前年割れだが、対EUは1.4%、対アジアは31.1%とアジア主導で回復している。このまま輸出が拡大を持続できれば、輸出依存型企業の業績は拡大が期待できるが、輸出が頓挫するようなことになれば、日本経済はたちまち路頭に迷うことになる。輸出依存型企業が内需型企業の業績に

まで影響を及ぼすには至らず、自律的回復軌道に乗っていないからだ。

昨年12月の輸出（季節調整値）は前月比+2.4%と昨年2月を底に10ヵ月連続増と伸びてはいるが、08年1月のピーク比では68%と7割弱の水準でしかない。輸出は底から30.3%増加したが、内需の低迷により輸入の底は輸出よりも4ヵ月遅れの昨年6月がボトムだが、12月はそれを15.1%上回っているに過ぎない。

輸出がどの程度まで戻るかが、日本経済と企業業績の回復の鍵を握る。輸出はアジア主導で回復しているが、アジアで生産したものは日本、米国、欧州に輸出される。いままでは急激に減少した生産・在庫の回復のための生産だったが、米国や欧州の景気が回復しなければ、そうした在庫調整終了後の本格的な需要増に基づく生産の拡大には至らな



出所：財務省

いかもしれない。

米国の輸入（財）は昨年12月、1,509億ドルと4ヵ月連続の前月比プラスとなり回復しつつある。昨年5月のボトムに比べると26.6%増加しており、米国経済の回復を裏付けている。ただ、住宅というストックが傷んでいるだけに、政府のこれまでの厚い支援策が途切れたときに、自力で成長していくことができるかが問題である。

1月の米小売売上高は前月比0.5%増加したが、ガソリンと車の販売だけで0.3%引き上げられており、内容は決して良くない。家具や家電関連は前年を下回っているし、食品や衣類関連も前年を1.9%、0.3%それぞれ上回っているに過ぎないのである。これではとても米国景気が回復しているとは言いがたい。欧州にしても昨年10-12月期の実質GDPは前期比0.1%と伸び率は鈍化し弱含みの状態である。しかも単一通貨制度や金融政策

の欠陥が顕著になるなど、欧州の信用不安は増しつつあり、今年の経済も不安定な状態からなかなか抜け出すことは難しいように思う。

米国や欧州の経済を見回してみると、欧米がアジアの生産物を吸収する力には限りがあり、当面、アジアの生産はピークに近づきつつある。そうだとすると、日本の輸出増の持続性にも疑問符がついてくる。昨年12月の輸出（数量）は前年比14.7%増加したが、09年2月にかけて輸出が急激に落ち込んだため、今年1月以降の前年比伸び率は大幅に上昇するだろう。事実、1月上中旬の輸出（金額）は前年比42.1%も拡大した。しかし、2月、3月をピークに上昇率は低下していくだろう。日本経済を支えている輸出に頼ることのできる時間的余裕は限られているのである。

昨年12月の家計調査によると、消費支出は前年比0.3%と前年が4.2%も減少したことを思えば、伸びは低いといえる。薄型テレビ等の耐久消費財が28.2%と2ヵ月続けて2桁増を記録しているながら、全体的には消費を切り詰めている家計の姿勢が浮かび上がってくる。食料は昨年6月以降7ヵ月連続のマイナスだし、光熱・水道も前年を大幅に下回る状態が続いている。特に、勤労者世帯の消費支出が深刻であり、昨年12月まで7ヵ月連続の前年割れである。不振の主因は実収入が悪化し、同様に可処分所得も減少し続けているからだ。可処分所得の減少ほど消費を切り詰めることはできないので平均消費性向は5ヵ月連続で上昇した。

昨年12月の失業率は5.1%と最悪期より低下したものの、仕事を諦め非労働力人口に振り向けられた人を加えれば、5%台後半に跳ね上がる。会社都合等の非自発的失業者の割合が高く、悲観的な空気につつまれている家計も多いだろう。輸出増で稼働率は上昇しているが、以前のような水準まで戻ることはなく、製造業の雇用削減は続くと考えられる。

消費の低迷により、消費者物価は前年を下回る状態が続いている。昨年12月の総合指数は前年比-1.7%と2月以来11ヵ月連続のマイナスとなり、09年では-1.4%と02年の-0.9%を更新し、1971年以降では最大の下落率となった。生鮮食品を除く指数も09年は-1.3%と1971年以降で最大となり、日本は戦後最大のデフレに直面している。

昨年12月の米消費者物価総合指数は前年比2.7%、コア指数は1.8%といずれもプラスであり、日本ほど経済の体温は低下していない。ユーロの総合指数は前年比0.9%、エネルギー・食品・アルコール・タバコを除くは1.0%とプラスを維持しており、日本の需用不足は世界のなかでも最も深刻な部類に入るだろう。物価が下落すれば、需用が増加すると考えられるが、実際は、先行き不安やさらなる物価の下落期待、また所得の減少などにより、需用の減少は止らない。物価の下落は現金保有者には有利に働くけれども、借金している人にとっては負担増となり、こうしたストックの作用も需用に悪影響を及ぼし、経済を収縮させる。

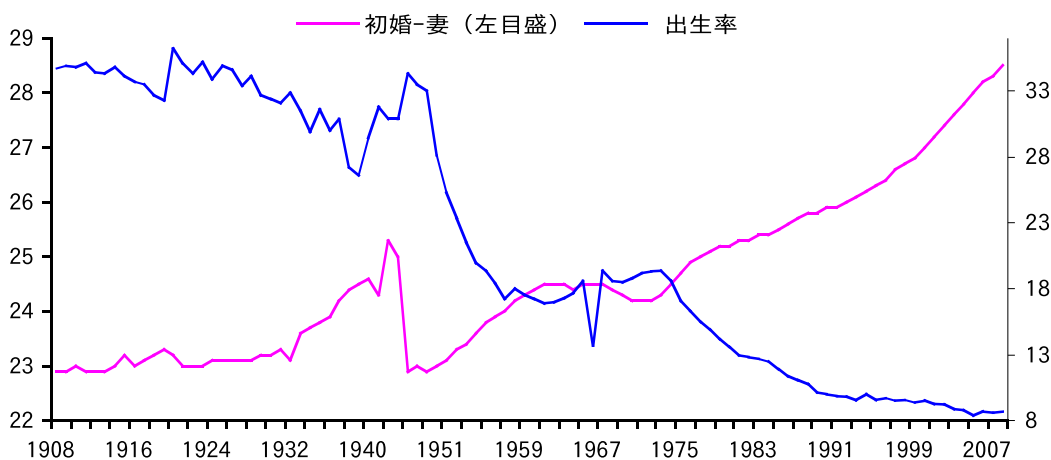
デフレを敏感に感じ取っている家計は余裕資金を預貯金に振り向けている。「マネー

ストック」によると、1月の預金通貨は前年比1.1%、準通貨は2.7%も増加しており、1月末の残高はふたつ合わせると966.1兆円になる。一方、1月の銀行貸出（銀行計）は1.7%減、都銀だけなら3.4%もの大幅減だ。預金は増える、貸出は減少する状態はデフレ下では不可避であり、銀行に溜まった金は国債に向うしかない。金がなく借金まみれの頼りにならない政府に金はいとも簡単に入っていくのである。

...

なお、総務省のデータで出生率の推移が目についたので掲げておく。出生率の低下が日本経済の衰退と軌を一にしている様子が見て取れる。平均結婚年齢と出生率がシザーズの形状を見せており、晩婚化と出生率の低下の関連を考えさせる。機会を見て、これとの関連で衰退する経済の根深さを議論してみたいと考えている。

平均結婚年齢と出生率



出所：総務省