

週刊マーケットレター（08年12月8日週号、No.258）

2008年12月7日

曾我 純

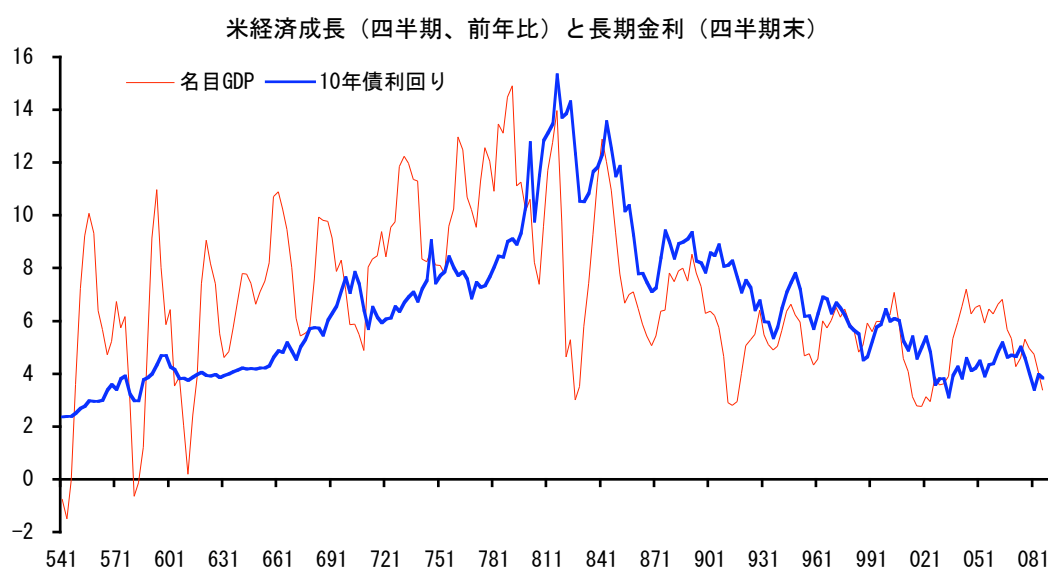
■主要マーケット指標

為替レート	12月5日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	92.80(95.50)	97.95	107.70
ドルユーロ	1.2715(1.2695)	1.2955	1.4265
ドルポンド	1.4735(1.5405)	1.5895	1.7635
スイスフランドル	1.2215(1.2135)	1.1630	1.1175
短期金利（3カ月）			
日本	0.95000(0.93500)	0.89938	0.89750
米国	2.18563(2.21688)	2.50625	2.81438
ユーロ	3.56750(3.85125)	4.65625	4.95500
スイス	1.16667(1.25500)	2.60167	2.73000
長期金利（10年債）			
日本	1.370(1.395)	1.530	1.435
米国	2.70(2.92)	3.70	3.70
英国	3.41(3.77)	4.42	4.40
ドイツ	3.04(3.25)	3.76	4.03
株 式			
日経平均株価	7917.51(8512.27)	9521.24	12212.23
TOPIX	786.02(834.82)	966.91	1170.84
NY ダウ	8635.42(8829.04)	9139.27	11220.96
S&P500	876.07(896.24)	952.77	1242.31
ナスダック	1509.31(1535.57)	1681.64	2255.88
FTSE100（英）	4049.37(4288.01)	4530.73	5240.7
DAX（独）	4381.47(4669.44)	5166.87	6127.44
商品市況（先物）			
CRB 指数	208.60(242.20)	267.97	367.70
原油（WTI、ドル/バレル）	40.81(54.43)	65.30	106.23
金（ドル/トロイオンス）	750.5(816.2)	741.3	797.6

■ 米3ヵ月物金利ゼロの示唆する世界経済

米財務省証券3ヵ月物の金利はゼロとなり、1941年以來67年ぶりの記録を付けた。リーマン・ブラザーズ破綻後、一気に1%未満に急低下し、9月17日には売りレートは0.03%とゼロに接近した。10月20日以降、4日間は1%台を回復したが、その後、再び低下し、12月3、4日の売りレートはゼロとなった。住宅ローンの延滞率上昇や急増しつつある不動産の差し押さえ、金融機関の経営不安、小売業や新車販売の記録的な減少、米自動車産業の救済の行方等が、資金をより安全な財務省証券に向かわせている。

米 10 年債の利回りも 4 日には 2.55%まで低下、1954 年以来の低水準である。長期債の利回り低下は、米経済成長率の先行き大幅鈍化観測が強まっているからだ。08 年 7 - 9 月期の米名目 GDP は前年比 3.4%に低下したが、雇用統計の急激な悪化などから判断すれば、09 年 1 - 3 月期には 1 %台に低下するだろう。米名目経済成長率が 1 %台に低下するのは異例のことであり、もしそうなれば 1961 年 1 - 3 月期以来ということになる。IT バブル崩壊による景気後退では 2.7%、その前の 90 年代初めには 2.9%が最低となり、日本のようにマイナス成長になることはなかった。米国が名目マイナスに陥ったのは、1958 年 1 - 3 月期であり、そのときの 10 年債利回りは 2.98%であった。いまの債券利回りはその水準を下回っており、米経済成長率の大幅な低下を先取りしているようにも思える。



出所：BEA

ECB とイングランド銀行は 4 日、政策金利を 0.75%、1.0%それぞれ下げ、年 2.5%、2.0%とした。いずれも 3 ヶ月連続の利下げだが、英国は 10 月 8 日に 5 %から 4.5%に下げながら、その約 2 ヶ月後には 2 %へと計 3 %も引き下げた。欧州経済が需要の急減と金融機能の麻痺といったかつてない危機に陥り、危機打開に躍起になっている中央銀行の姿勢を感じる。欧州の東欧圏への拡大・進出や資源バブルで沸いたロシアの需要拡大といった特需により欧州経済は活況を謳歌してきたが、欧州の住宅バブルと資源高バブルが弾け、需要の急速な減退により欧州経済はこれまでにない厳しい試練に直面している。銀行の貸出余力が乏しくなっているだけでなく、実質 GDP の 2 四半期連続の低下にみられる経済の縮小が資金需要を後退させている。そうした経済状況下では利下げが、どの程度景気を支えることができるかは疑問。自動車工場等の稼働率低下による痛手や出稼ぎなど弱い立場の解雇などが重なり、東欧経済も苦境に立たされている。

米政策金利はすでに 1 %と利下げ余地は少ないが、今月 15、16 日開催の FOMC で利下げが実施されるだろう。ただ利下げしたとしても、ビッグ 3 への融資のように後ろ向きの

資金需要では、利下げの景気引き上げ効果は期待できない。悪いところを抱えている状態では、日本の例からも明らかな通り、いつまでもそこに資金を吸い取られ、経済は良くならない。雲行きが怪しくなった途端に、市場原理主義が共産主義に豹変するのは、経営者たちが自らの立場を護りたいがためだ。内部崩壊による企業を救済することになれば、次から次へ救済が広がり、経済混乱を收拾できなくなる。景気拡大期の旨みは独り占めし、後退期には救済してもらおうという身勝手を許すわけには行かない。

11月の米非農業部門雇用者数は前月比53.3万人減と1974年12月以来、約34年ぶりの記録的な減少となった。前月比減は今年1月から11ヵ月連続となり、1日、NBERも遅ればせながら、07年12月から米景気は後退に入ったと宣言した。戦後の米景気後退期間は平均10ヵ月と短期で底打ちしているが、今回の後退はすでに1年を超えている。2度の石油ショック後の16ヵ月が戦後最長の後退だが、今回はこれを抜くことは間違いなく、大恐慌(1929年8月の山から1933年3月の谷までの43ヵ月)以来の長い後退になるだろう。

米景気後退の長期化は世界景気についても当てはまり、世界的に需要不足・過剰設備の状態が続くことになる。原油価格はバレル40ドル近くまで急落したけれども、世界的な需要減少がさらに価格に下方圧力を掛けるはずだ。CRB先物指数は208に急低下し、02年5月頃の水準に落ち込んだが、さらに資源は売り込まれ、過去最低の180前後を下回るかもしれない。

こうした世界景気の激しい後退は、外需依存の高い日本企業の収益に大打撃を与えるだろう。7-9月期の『法人企業統計』によると、全産業の営業利益は前年を23.4%も下回った。営業利益の前年割れは07年10-12月期以降4四半期連続である。売上高は08年1-3月期から3四半期連続のマイナスだが、輸出の減少が深刻になることから、減収率は大きくなると思われる。7-9月期の原価率は前年よりも0.9ポイント悪化したが、売上減などから原価率はさらに上昇し、10-12月期の営業利益は前年を4割前後下回る見通しだ。欧米住宅バブルによる予想外の需要増、資源高特需等で拡大していた売上の反動減は企業利益を奪ってしまうだろう。人件費の抑制、支払利息の激減が企業コスト引き下げていたが、裏返してみれば、個人消費不振の原因でもあった。特需に浮かれて、内需を疎かにした傲慢な企業経営や市場主義者の幼稚な政策によって、日本経済は厳しい状況に晒されている。