

週刊マーケットレター (08年12月22日週号、No.260)

2008年12月21日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	12月19日(前週)	1カ月前	3カ月前
円ドル	89.30(91.20)	95.70	107.45
ドルユーロ	1.3905(1.3370)	1.2490	1.4465
ドルポンド	1.4905(1.4985)	1.4965	1.8345
スイスフランドル	1.1055(1.1755)	1.2130	1.1030
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.89625(0.94375)	0.91125	0.90000
米国	1.49750(1.92125)	2.17250	2.79333
ユーロ	3.07625(3.28875)	4.10750	5.00375
スイス	0.73833(0.83667)	1.96833	2.79333
長期金利(10年債)			
日本	1.220(1.390)	1.470	1.465
米国	2.21(2.57)	3.32	3.81
英国	3.18(3.58)	4.04	4.61
ドイツ	3.00(3.30)	3.52	4.23
株 式			
日経平均株価	8588.52(8235.87)	8273.22	11920.86
TOPIX	834.43(813.37)	827.43	1149.12
NY ダウ	8579.11(8629.68)	7997.28	11388.44
S&P500	887.88(879.73)	806.58	1255.08
ナスダック	1564.32(1540.72)	1386.42	2273.90
FTSE100(英)	4286.93(4280.35)	4005.68	5311.3
DAX(独)	4696.70(4663.37)	4358.09	6189.53
商品市況(先物)			
CRB指数	218.87(226.96)	240.56	359.58
原油(WTI、ドル/バレル)	33.87(46.28)	53.62	104.55
金(ドル/トロイオンス)	836.4(818.9)	735.9	860.6

■ バランスシート調整下では金融政策は効かない

19日、日銀は政策金利を0.3%から0.1%に引き下げた。FRBが16日、1%から0.0%~0.25%へ下げたため、それに同調したのであろうか。0.2%の利下げが、どのような効果をもたらすかは、だれが考えても期待できるものではない。茶番である。貸出金利が0.2%低下したからといって、経済が急激に悪化しているときに、積極的に資金を借りて、事業を拡大したり、新規に設備投資などをしないからだ。

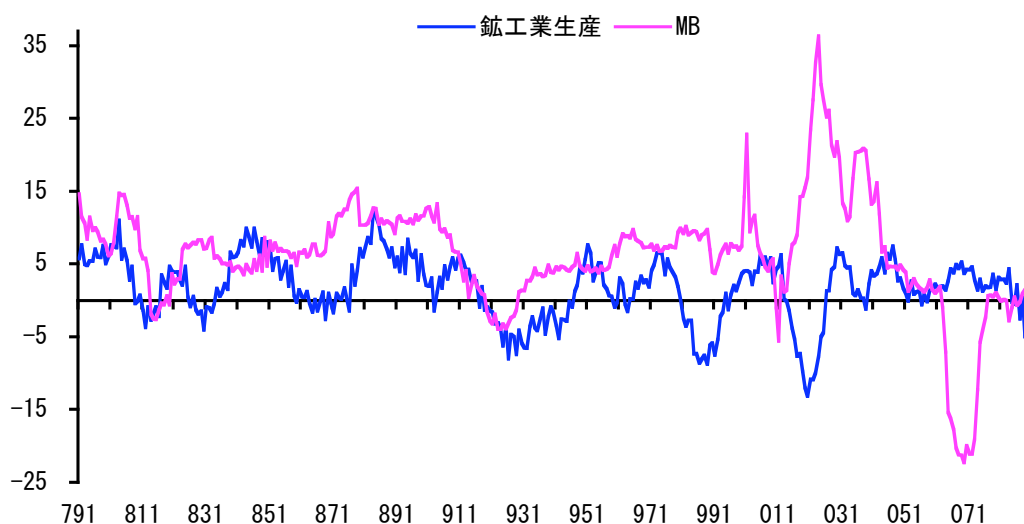
自動車産業の置かれた立場を考えるとよくわかる。需要の落ち込みに直面し、生産台数

を需要に相応しい水準まで落とし、稼働率を下げている。それでも、生産が需要を下回ることになれば、工場を休止せざるを得ない。だが、経常的経費は以前とそれほどかわらないから、収入に比べて支出が多くなり、赤字になってしまう。資本が潤沢な企業は赤字になっても、資本を食い潰して事業を継続していくことができるが、資本が薄く、すぐに底をつくような企業は、赤字が続けば持ち堪えることができなくなる。

トヨタの純資産は 08 年 3 月末、11.8 兆円と巨額であり、不況に強いと考えられるが、不況が長期化するとトヨタでさえも、経営は深刻になってくる。99 年 3 月期に比べて、08 年 3 月期のトヨタの純資産は 1.78 倍に増加しているが、総資産は 2.04 倍と純資産以上に拡大している。売上・総資産比率は 99 年 3 月期の 0.766 に対して 08 年 3 月期は 0.809 に上昇しており、資産効率は悪くなっている。そこへ売上の急激な減少に見舞われると資産効率の悪化と稼働率の低下によって、収益率は急低下する。売上がさらに悪化すると過剰設備・雇用が発生し、問題はいかに設備を破棄し、雇用に削減するかに移る。今はそうした状況である。

バランスシートにある資本設備が過剰になると、実際の値打ちは大きく減価する一方、負債はそのまま残ることになる。米家計が住宅価格の値下がりと借金に苦しめられ、証券の減価と負債に身動き取れない米金融機関も同じバランスシートの毀損である。今、必要な資金は金利低下で発生するような事業拡大のための資金ではなく、バランスシートを修復するための融資、資本注入に必要な資金なのである。フローを支える資金ではなく失われたストックを償う資金、減ったものを元の水準に戻すための資金であり、金がそこからほかのところへ回ることがなく、一旦入ったらそこで行き止まりとなる。

生産とマネー（前年比）



出所：経済産業省、日銀

バランスシートを回復させるための資金は金利の関数ではない。金利に関係なく発生し

てくる。そのような金が必要な企業は、金利が高くても低くても借りることはできない。借りることは難しいが、金利の高低に関係のない必要な資金とも言える。大半の企業は売上が減少しているため、経常的な資金需要は縮小しているだけでなく、株式を始めとする投機的資金需要もバブル崩壊で、縮小の一途である。日銀やFRBがいくら金利を下げても、前向きな資金需要は増加しない。結局、政府の言いなりになり、日銀はCPの買い取り、国債購入額の増額を呑まされ、FRBは政府機関債や住宅ローン担保証券等の買い取りを実行する破目に陥った。

日銀は金融機関に準備預金を必要以上に積みせ、それを量的緩和と称したが、デフレ下のバランスシート調整の局面では、効果はほとんど認めることができなかった。マネタリーベース(MB)は02年4月に前年を36.3%上回り、その後04年3月まで2桁増を維持していたが、名目GDPがプラスに転じたのは04年以降である。逆に、06年、07年のMBは前年比13.3%、7.8%のそれぞれ大幅なマイナスとなったが、名目GDPは1.1%、1.7%のプラスになるなど、实体经济とMBの関係は明確ではない。資産バブルが破裂し、資産デフレが進行しつつある過程では、金融政策はほとんど効果を上げることができないのである。国債購入額の増加も政府の国債発行を消化するためであり、日銀は政府の財布の役目を担っているに過ぎない。

政府は銀行等保有株式取得機構を強化、買い取り枠を20兆円に増額、公的資金枠も12兆円に増額するなど、90年代後半に行ったことを再び実行する。90年代の土地と株式のバブル崩壊の教訓が政府や金融機関にはまったく活かされていない。08年3月末、全国銀行ベースで25.6兆円の株式を保有している。都市銀行の大半は実質破綻したにもかかわらず、価格変動の激しい株式を処分していないばかりでなく、「貯蓄から投資へ」という政府の口車に乗せられて、危ない商品の販売に邁進し、国民に損失を負わせた。行き詰まれば政府が公的資金を注入し、救済されるという暗黙の了解があるのだろうか。1度あることは2度あるとはよくいったものである。こうしたことを繰り返していけば、衰弱しつつある日本はますます衰弱していくことになるだろう。