

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

曾我 純

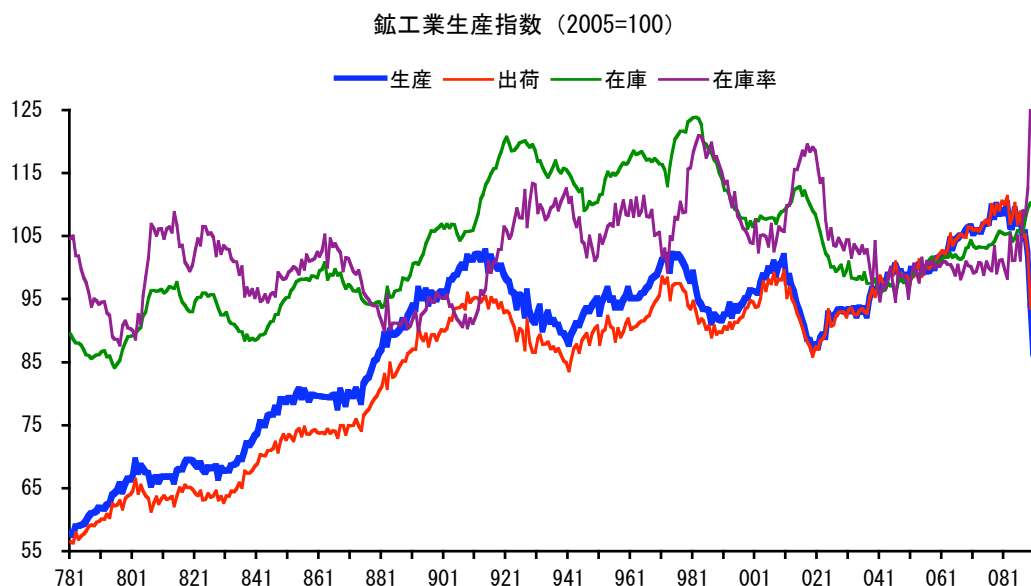
■主要マーケット指標

為替レート	12月26日(前週)	1カ月前	3カ月前
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、ドル/バレル)	37.71(33.87)	54.44	106.89
金(ドル/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

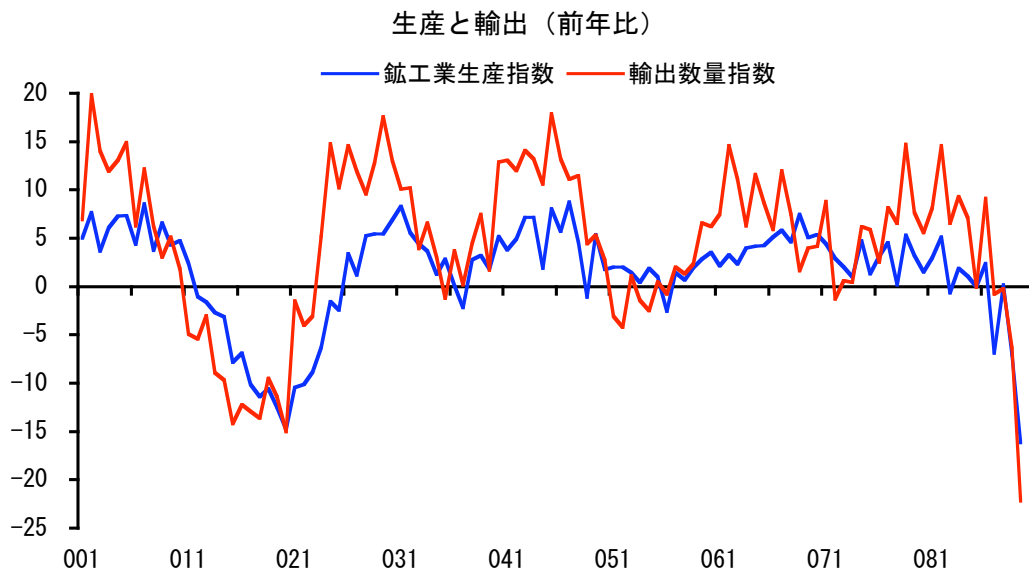
11月の生産指数は03年8月以来、5年3ヵ月ぶりの低い水準となる半面、在庫は前月比0.7%と3ヵ月連続増だ。出荷の大幅な減少により、在庫率は12.4%増と跳ね上がり、78年以降では最大となった。これだけ生産を落としても在庫が減少しないので、企業はさらに減産を強化するだろう。期待収益率は極端に悪化し、設備投資は冷え込み、金融政策ではどうにもならない事態に陥っている。

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

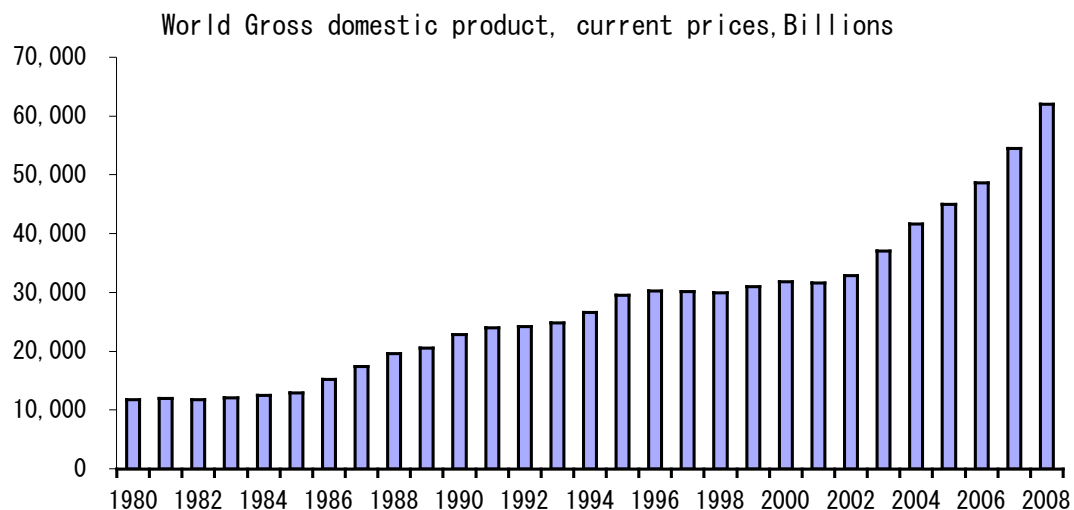
不動産、株式、資源の3つのバブルが同時的に破裂すればどのような事態になるか、90年代の日本の不動産・株式バブル破裂後の悲惨な経済を経験した人であれば、容易に想像できるのではないかと。欧米の不動産バブルの破裂だけでも、バランスシートを激しく痛め、回復するには長い期間を必要とするが、今回は株式・資源高が加わっているため、世界経済の成長経路は相当上方へ押し上げられ、通常の軌道から外れてしまった。

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）