

週刊マーケットレター（09年1月12日週号、No.262）

2009年1月11日

曾我 純

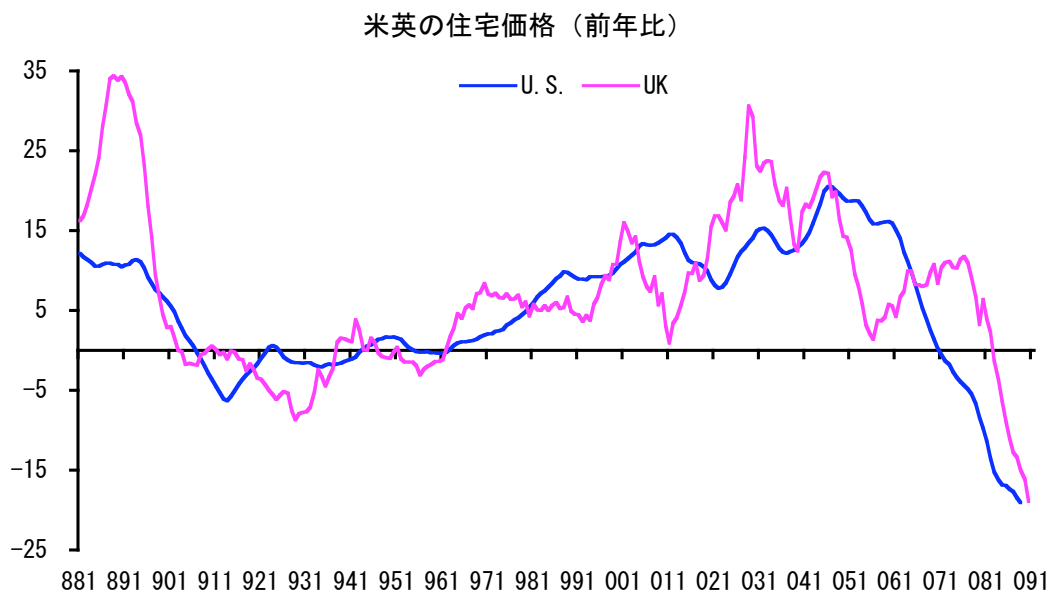
■主要マーケット指標

為替レート	1月9日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	90.40(91.80)	92.15	99.80
ドルユーロ	1.3475(1.3920)	1.2915	1.3600
ドルポンド	1.5145(1.4495)	1.4760	1.7075
スイスフランドル	1.1155(1.0835)	1.2050	1.1295
短期金利（3カ月）			
日本	0.78250(0.82375)	0.95000	1.08625
米国	1.26000(1.41250)	2.16375	4.75000
ユーロ	2.68875(2.84875)	3.42000	5.38625
スイス	0.59833(0.64833)	1.15000	3.10000
長期金利（10年債）			
日本	1.290(1.165)	1.390	1.470
米国	2.39(2.37)	2.64	3.79
英国	3.13(3.04)	3.56	4.36
ドイツ	3.01(2.98)	3.22	3.89
株 式			
日経平均株価	8836.80(8859.56)	8395.87	9157.49
TOPIX	855.02(859.24)	817.94	905.11
NY ダウ	8599.18(9034.69)	8691.33	8579.19
S&P500	890.35(931.80)	888.67	909.92
ナスダック	1571.59(1632.21)	1547.34	1645.12
FTSE100（英）	4448.54(4561.79)	4381.26	4313.80
DAX（独）	4783.89(4973.07)	4779.11	4887.00
商品市況（先物）			
CRB 指数	229.91(233.92)	215.65	310.53
原油（WTI、ドル/バレル）	40.83(46.34)	42.07	86.59
金（ドル/トロイオンス）	854.3(878.8)	772.4	883.1

■ 住宅バブル破裂による凹みと政府・FRBの膨張

昨年10月の米住宅価格(S&P/Case-Shiller Home Price Indices,Composite-10)は前年比19.1%減となりマイナス幅は前月よりも0.6ポイント拡大した。英国の住宅価格(Halifax House Price Index)は昨年12月、前年を18.9%下回り、米国とほぼ同じ下落率だが、米国は07年1月に前年割れしたのに対して、英国は昨年3月からであり、10ヵ月という短期間で米国並みに落ち込み、住宅価格下落のショックは英国のほうが大きいように思う。ちなみに、日本の地価も反落傾向を強めている。六大都市商業地(日本不動産研究所)は07年3月

末の前年比 19.6%をピークに伸び率は鈍化し、08 年 9 月末には-1.2%と 3 年半ぶりに前年を下回った。



出所：S&P, Halifax

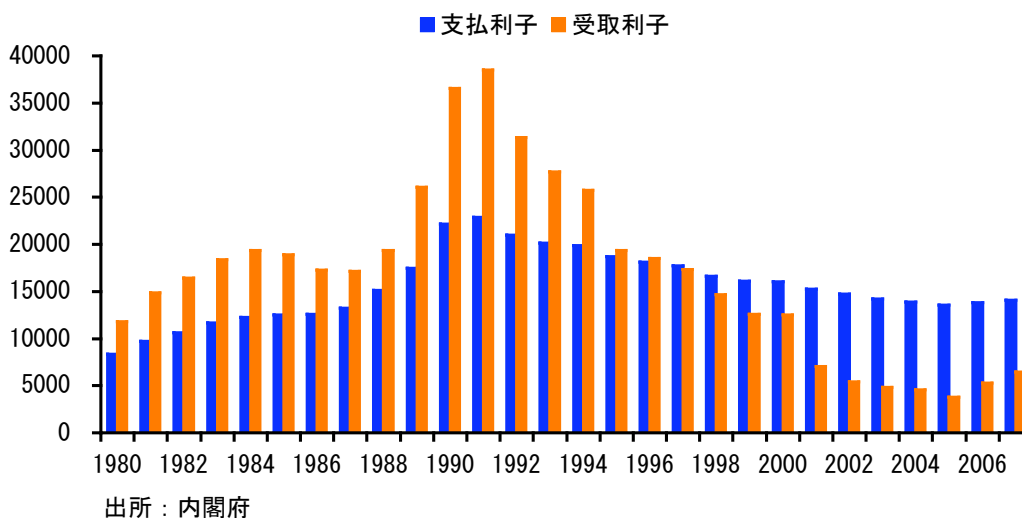
米雇用統計にみられるように、実体経済は急速に悪化しており、住宅を手放さざるを得ない人は、ますます増えるだろう。住宅が市場に放出されれば、住宅価格は一段値下がりし、購買意欲のある人でも、値段がまだ下がると思えば、購入を見合わせることになる。住宅ローンの貸し手である金融機関にとっては、返済不能や遅延の発生により、資産が焦げ付く。住宅価格の激しい下落は、担保となっている不動産を処分しても貸し付けのすべてを回収することができなくなる。住宅モーゲージ証券保有者は、市場が壊滅状態になり、証券はまさに紙屑と化している。

住宅価格の下落が続けば、住宅所有者の資産減価はもとより、金融機関の資産劣化、住宅モーゲージ証券価格の下落等に歯止めが掛からず、民間部門のバランスシートはますます悪化することになる。失業や給与の削減などにより、ローンを支払うことができなくなる家計も多発しているけれども、多くの家計は支払いを継続し、現状を耐え忍んでいる。ただ、12月の米消費者信頼感指数が1967年の調査開始以来に落ち込んでいることから、今後、消費性向はさらに低下し、貯蓄に振り向ける割合を高くするだろう。企業の売上は減少し、稼働率の低下などから、収益率は落ち込む。金利の低下よりも期待収益率の下落が大きく、利下げの効果はほとんど期待できない。一方、住宅ローンや証券化商品だけでなく、不況による貸し倒れも加わり、金融機関の資産は劣化しつつある。不良資産の損失を自己資本で埋めることができなくなり、政府の支援で生きながらえている。

1980年代の不動産・株式バブル後の日本経済をみると、バブル崩壊による損失は、主に家計が負担してきたことがわかる。政府は国債を発行し、日銀はそれを購入、消化するた

めの手立てを講じている。99 年以降ゼロ金利状態が続いているため家計の利子収入は 96 年度の 18.4 兆円（国民経済計算）から 05 年度には 3.8 兆円へと減少した。07 年度は 6.4 兆円に回復したが、支払利子は 14.0 兆円と受取を 7.6 兆円も上回っている。ゼロ金利の恩恵を受けたのは非金融法人と金融機関であり、07 年度の非金融法人の支払利子は 10.1 兆円と 1996 年度比 19.4 兆円も減少した。受取利子は同期間 1 兆円も減少していないため、1996 年度には利子支払額が受取額を 23.5 兆円も上回っていたが、07 年度には 4.9 兆円に縮小した。金融機関の利子受取超過額は 1996 年度の 34.6 兆円から 07 年度には 27.2 兆円に減少したが、依然大幅なプラスを維持しており、利子だけで膨大な利益を稼ぎ出していることがわかる。政府も利子の支払いが大幅に減少し、07 年度の利子支払超過額は 3.2 兆円と 96 年度から 3.7 兆円も減少した。このように家計が資金の出し手になっているにもかかわらず、利子支払超過額が最大なのは家計なのである。

家計の支払・受取利子（10億円、年度）



バブルが崩壊しかけた 91 年度の家計利子受取額は 38.5 兆円と受取が支払を 15.6 兆円も上回っていた。95 年にはコールレートはすでに 1 %を下回っており、高金利の預金が期日を向かえ低金利に預けられたため、その後受取利子は急激に減少していった。05 年度の受取利子は 91 年度の 1/10 と雀の涙ほどにしかならなくなった。ピークからすでに大幅に減少していた 96 年度の受取利子が 07 年度まで続いたと仮定したとしても、11 年間の累計で家計には 108 兆円の余分の利子が入っていたことになる。これが企業や政府のコスト減の原資になったのだ。

バブル崩壊により、リスク過敏症になり、経済は萎縮し、資金需要は細っていった。金融機関は預金超過となり、資金を持て余し、国債の購入に向かわざるを得なくなる。日銀は量的緩和と称して金融機関に余分の準備預金を積ませるにおよんだ。日銀は余分に積みさせた準備預金をもとに国債をどんどん購入した。結局、バブルに溺れた企業や金融機関は金融の側面から支援された半面、家計は金融緩和の恩恵をほとんど受けることなく、資産

の減価に喘ぎ、苦しんできたし、いまもその影響から逃れないでいる。

米国も住宅バブルが弾けて、資産内容が急速に劣化しつつあるが、なかでも住宅ローンを貸し付け、証券化商品を抱え込んだ金融機関は見る影もない。FRB は金利をゼロまで引き下げ、あらゆる手段をもちいてマネーの流れを円滑にしようと努力している。が、FRB が総資産を昨年 9 月 10 日の 9,080 億ドルから 12 月 17 日には 2.3 兆ドルへと急増させても、財務省証券（3 ヶ月物）が依然ゼロ近辺にあるなど、資金の流れはなかなか変わらない。バブルが崩壊し、それが凹めば、どこかが膨らまざるを得ない。米国の場合、膨らんだのは FRB だと言える。もちろん後ろ盾になっている政府も国債の発行で膨らんでいるのだが。