

週刊マーケットレター (2012年2月6日週号、No. 395)

2012年2月5日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	2月3日(前週)	1カ月前	3カ月前
円ドル	76.55(76.67)	76.71	78.05
ドルユーロ	1.3145(1.3219)	1.3049	1.3811
ドルポンド	1.5811(1.5731)	1.5645	1.6034
スイスフランドル	0.9181(0.9116)	0.9320	0.8783
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.19571(0.19571)	0.19571	0.19475
米国	0.52700(0.55110)	0.58250	0.43500
ユーロ	1.03171(1.07057)	1.26857	1.51938
スイス	0.07500(0.06667)	0.05167	0.04333
長期金利(10年債)			
日本	0.950(0.965)	0.980	0.985
米国	1.92(1.89)	1.95	2.07
英国	2.18(2.07)	2.02	2.38
ドイツ	1.93(1.86)	1.91	1.91
株 式			
日経平均株価	8831.93(8841.22)	8455.35	8640.42
TOPIX	760.69(761.13)	728.61	738.58
NY ダウ	12862.23(12660.46)	12397.38	12044.47
S&P500	1344.90(1316.33)	1277.06	1261.15
ナスダック	2905.66(2816.55)	2648.72	2697.97
FTSE100(英)	5901.07(5733.45)	5699.91	5545.64
DAX(独)	6766.67(6511.98)	6166.57	6133.18
商品市況(先物)			
CRB 指数	314.22(317.46)	313.37	320.01
原油(WTI、ドル/バレル)	97.84(99.56)	102.96	94.07
金(ドル/トロイオンス)	1740.3(1732.2)	1600.5	1765.1

金融経済の膨張を煽るFRBのゼロ金利

1月の米雇用統計が予想以上に改善したことからNYダウは週末値としては2008年5月第3週以来の高値を付けた。つまり、リーマン・ショック以前の水準に戻り、過去最高値までも100ドル強の射程内に入った。ハイテク株の割合が高いナスダックに至っては11年2ヵ月ぶりの高水準だ。一方、日本株は過去最高値の4分の1にも満たない超低空を飛行しており、米株式とは著しく対照的である。なぜこれほどまでに米株式は強いのだろうか。

1月の非農業部門雇用者が前月比24.3万人増と3ヵ月連続して拡大し、失業率も8.3%

と5ヵ月連続で改善、09年2月以来、約3年ぶりの低い水準だ。雇用の改善が消費支出増に繋がり、米国経済の主力エンジンが点火するシナリオが現実味を増したからだろうか。だが、最近の消費支出は失速気味であり、本格回復にはほど遠い状況にある。雇用統計によると、時間当たりの賃金も1月、前月比0.2%、前年比でも1.9%の伸びに止まっており、消費を刺激するような勢いではない。

失業率の改善は、雇用を諦め失業者から非労働力人口にシフトしたことが影響している。1月の非労働力人口は887.8万人、前年比261万人もの増加だ。261万人が失業者だとすれば、失業率は10%近くまで上昇することになる。雇用関連の数値は改善しているけれども、内容は必ずしも伴っていない。

米株式を堅調にしている最大の要因はゼロ金利だ。実体経済を無視した野放図なFRBの金融政策が米株式を援護しているのである。09年の初めにゼロに引き下げてから3年経過したが、さらに向こう3年間もゼロ金利を続けると前回のFOMCで表明した。すでに異常な金融環境を作り出している上にさらに輪を掛けることになり、米国だけでなく世界的に金融市場だけが膨張することになるだろう。それで実体経済が好転すればよいが、内部に抱えた膿はなかなか取り除かれず、金融経済だけが肥大化し、バブル化するという歪な経済に突き進んでいくと考えられる。

昨年11月のS&Pケース・シラー住宅価格指数(20都市)は前月比0.7%減と7ヵ月連続のマイナスとなり、バブル崩壊後の最低を更新し、03年2月以来の水準に低下した。過去約7年間に住宅を購入した人は購入価格を下回っており、含み損が発生している。家計のバランスシートの毀損は甚だしく、それに伴い金融機関の不良債権も増加しているはずだ。ゼロ金利政策を長期間続けることによって、金融機関に利益を供給し、株高によって不動産の損失を補う方針である。だが、実体経済に比較して、株式だけがいつまでも高値を維持できるはずがない。実体経済から遊離してしまった株式は、早晚、激しい調整に直面することになるだろう。

米株式時価総額・名目GDP比率をみると、昨年9月末は134%であった。9月末よりも株価が上昇しているため、現状では150%を超えている。1950年代以降1990年代の半ば頃まで同比率は、40%弱から100%強の範囲に収まっていたが、1990年代後半からは急上昇し、ITバブルのピークである2000年3月末には200%を超えた。その後の急低下、住宅バブルによる急上昇と激しく変動しながらも依然長期の趨勢からは上方に乖離しており、米株式が実体経済に比べて過大評価されていることがわかる。

国民所得に占める金融部門の割合も2010年、18.5%と過去最高と並ぶまでに回復している。金融危機が起こった2008年には17%にまで低下したが、FRBの手厚い保護の下で2年連続の上昇となりし、金融部門は完全に復活した。ゼロ金利の継続により、これからも米国経済は金融部門主導で回復を図る方針だが、金融部門に偏った経済は脆さと背中合わせであることを忘れてはならない。

官僚のでっち上げを鵜呑みにする野田政権

日本の株式が沈んだ状態から抜け出すことができないのは、日本経済の縮小傾向が強まっているからだ。原発事故が起きて1年近く経つが、原発廃止も打ち出せず、なにも決まらないままずると時間だけが過ぎている。大罪を犯した東電を咎めることなく、電気料金を自由に引き上げさせるなど、政治はいったいなにをしているのだろうか。手をつけなければならない問題が山積しているときに、消費税引き上げを持ち出し、しかも理解不十分の半煮えの議論を展開している。

多くの人が日本の先行きに期待などしていない。長期の GDP をみれば、マイナス成長が本格化することを読み取ることができる。そうした大枠のなかで生活をしていく術を真剣に考えなければならないのだ。

1月30日、国立社会保障・人口問題研究所は『日本の将来推計人口』（2011年～2060年）を公表した。それによれば、2020年（出生中位死亡中位）までの10年間に総人口は395.7万人、生産年齢人口（15歳～64歳）は832.7万人それぞれ減少する反面、65歳以上は664万人も増加する。総数は2020年までの10年間、年率0.3%減となり、2010年までの10年間の年率ゼロから初のマイナスとなる。1980年代以降の明らかな人口の伸び率鈍化が、この10年では減少に変わることになり、経済成長率はまったく望めなくなった。すでに名目 GDP は2010年までの10年間、年率0.5%のマイナスに転落しているからだ。

人口減少率は2020年代、30年代とさらに拡大し、消費需要の減少は必至である。消費が減少することは余剰生産設備が多量に出てくることになる。この過剰な企業の資本ストックを適正な水準まで破棄する必要がある。家計も消費支出を見直さなければ、生活が成り立たなくなるだろう。

1月24日、内閣府は『経済財政の中長期試算』を公表した。成長シナリオでは2020年度の名目 GDP は636.8兆円、年率2.9%成長を前提としており、慎重シナリオでは2020年度558兆円、年率1.5%の成長を見込んでいる。慎重シナリオでさえ10年間で名目 GDP は79兆円も増加するのである。2010年度までの10年間に31兆円減少している事実などなかったかのように、日本の長期トレンドを覆すほどの技術進歩や生産年齢人口の年率1.1%減をはるかに超える生産性の上昇が起こるのだろうか。内閣府の成長試算は、安全神話で塗り固められていた原子力行政とまったく同じである。年率1.5%の成長はあり得ない。マイナス1%程度で縮小していくシナリオのほうがはるかに現実に近い。

しかも、『経済財政の中長期試算』は2014年4月1日に消費税率を8%、2015年10月1日に10%への引き上げを前提にしている。消費税が導入されたのはバブル経済が最高潮に達しようとしていた1989年4月1日である。1989年度の一般会計の税収は54.9兆円と前年度を4.1兆円上回り、1990年度は前年度比5.1兆円とさらに伸びたが、国債発行額は減少しなかった。1997年4月1日に5%に引き上げられたが、金融危機が強まるなかで、1997年度の税収は前年度比1.8兆円増にとどまった。98、99年度の2年連続、名目 GDP はマイナスになり、税収は落ち込み、国債発行額は1997年度の18.4兆円から1999年度には37.5

兆円に急増した。消費者物価指数（CPI）は96年度の前年比0.2%から97年度は2.1%に上昇したが、99年度には需要の低迷から0.5%低下した。公債残高は97年度の258兆円から3年後の00年度には367兆円へと109兆円も増加しており、公債残高の対GDP比では49.5%から71.9%に上昇している。

これから言えることは、消費税率を引き上げれば、名目GDPは落ち込み、税収は大幅に減少、国債発行は急増、CPIは下落するということだ。消費税率の10%に引き上げ後の日本経済は大不況に陥ることになるだろう。政府のGDP予想が甘いことに加えて、消費税率の経済に及ぼすインパクトを過小評価している。原発と同じように、政府の杜撰な経済見通しによる人災が繰り返されることになる。官僚のでっち上げといってもよい、なにの根拠もない経済見通しを鵜呑みにした野田政権の責任は重大である。