

## 週刊マーケットレター (2012年3月5日週号、No. 399)

2012年3月4日

曾我 純

### ■主要マーケット指標

<b>為替レート</b>	3月2日 (前週)	1カ月前	3カ月前
円ドル	81.76(81.13)	76.22	78.02
ドルユーロ	1.3196(1.3446)	1.3141	1.3396
ドルポンド	1.5825(1.5878)	1.5805	1.5600
スイスフランドル	0.9139(0.8956)	0.9165	0.9210
<b>短期金利 (3カ月)</b>			
日本	0.19571(0.19571)	0.19571	0.19750
米国	0.47575(0.49060)	0.53060	0.52833
ユーロ	0.86114(0.92464)	1.03971	1.40188
スイス	0.09000(0.08583)	0.08019	0.05167
<b>長期金利 (10年債)</b>			
日本	0.990(0.970)	0.945	1.075
米国	1.97(1.98)	1.87	2.04
英国	2.14(2.07)	2.09	2.29
ドイツ	1.80(1.88)	1.85	2.13
<b>株 式</b>			
日経平均株価	9777.03(9647.38)	8876.82	8643.75
TOPIX	837.82(834.29)	762.45	744.14
NY ダウ	12977.57(12982.95)	12705.41	12019.42
S&P500	1369.63(1365.74)	1325.54	1244.28
ナスダック	2976.19(2963.75)	2859.68	2626.93
FTSE100 (英)	5911.13(5935.13)	5796.07	5552.29
DAX (独)	6921.37(6864.43)	6655.63	6080.68
<b>商品市況 (先物)</b>			
CRB 指数	321.17(325.91)	310.90	313.55
原油 (WTI、ドル/バレル)	106.70(109.77)	96.36	100.96
金 (ドル/トロイオンス)	1709.8(1776.4)	1759.3	1751.3

### 米国経済は本当に良くなっているのか

NY ダウは昨年9月の安値から20%も上昇したが、米10年債利回りは2%を下回ったままである。昨年10-12月期のGDPはやや上方修正され、名目前年比3.8%伸びた。経済は3.8%成長しているが、長期期待収益率は2%と低い。実際には3.8%の収益が上がっており、資金調達コストが低いので、借入が旺盛となり、金利は上昇していくことになる。が、そうはならず資金調達コストは低い水準に止まっている。FRBが2014年末までゼロ金利を続けると宣言したことで、金利の調整機能は完全に失われてしまったことが、こうした低利回

りの異常な状態を作り出しているのである。マネタリストのバーナンキ FRB 議長は市場主義者だが、彼のしていることは市場主義とは掛け離れている。金融社会主義者とも呼称するに相応しい。マネーの供給やコントロールだけで経済がすべてうまくゆくと考えているが、それほど単純であればとっくの昔に経済は正常な姿になっているはずである。マネーの流れや需要に問題があるからいくらマネーを操作しようとしても、操作できないのだ。米国はマネー経済だけが膨らむという金融危機の教訓を教訓ともしない歪な経済へと進んでいる。

米国の実体経済で好調な部門は自動車産業だ。2月の国内新車販売は年率 1,510 万台と 2008 年 2 月以来の高水準である。1月の米鉱工業生産指数は前月比横ばいだったが、自動車・部品は 6.8%も伸びている。市場別にみると、消費財は前月比-0.1%と 2 ヶ月ぶりのマイナスだが、自動車は 5.8%、前年比では 16.9%と好調である。自動車がこれだけ好調であれば、消費も期待できるのだが、鉱工業生産を見る限り、原油高の影響もあり非耐久消費財が振るわず、生産の側面からは消費財全体ではマイナスになった。

需要の側面からみても米消費が弱いことがわかる。1月の米個人消費支出は前月比 0.2%の低い伸びであり、実質では 3 ヶ月連続の横ばいとまったく回復とはいえない足取りである。好調な耐久財の拡大により財は 0.6%伸びたが、個人消費支出の 66%を占めるサービスが前月比横ばいと不振なことが消費の足を引っ張っている。サービスは昨年 12 月まで 5 ヶ月連続前月比 0.2%と低調であり、消費低迷が一時的ではなく長期化していることが米国経済不調の原因なのである。

1月の雇用量報酬は前年比 4.6%増加したが、税金が 8.8%増加したため、可処分所得は 2.0%の増加にとどまる。1月の消費者物価指数は前年比 2.9%上昇したため、実質可処分所得はマイナス 0.9%だ。これでは個人消費は伸びることはなく、延いては米国経済の回復も望めないことになる。

個人消費支出（6 ヶ月比）と株価の関係をみると、はっきりとした相関関係を読み取ることができる。個人消費支出は昨年 3 月の 3.1%をピークに 1 月は 1.4%と 2010 年 2 月以来の低い伸びとなった。それでも米株は上昇し続けており、個人消費支出の伸びとは逆相関を示しているが、07 年の過去最高を付けたときを彷彿させるような動きである。株価が個人消費支出に反する動きを強めれば強めるほど、反動は大きくなることは過去の事例が証明している。NY ダウは一気に 1 万ドル近辺まで下落することも想定しておくべきではないか。

米個人消費支出がはかばかしくないのは、根底には住宅問題がいまだ道半ばにあるからだ。昨年 12 月の S&P ケース・シラー住宅価格指数（20 都市）は前月比 0.5%下落し、8 ヶ月連続のマイナスになり、03 年 1 月以来約 9 年ぶりの低水準に戻った。住宅価格は 09 年、一時底打ちしそうであったが、2010 年の半ば頃から再び下落し、バブルのピーク後の最低を更新している。ピークからすでに 5 年 8 ヶ月も経過し、その間の下落率は 33.9%に達したが、依然底値はみえない。03 年以降に住宅を購入した人たちは、時価が購入価格を下回っ

ており、売却すれば損がでる。差し押さえを免れるためにやりくりしている家計の消費抑制行動、多数の差し押さえ物件の売却による需給悪化等住宅問題から発生する経済圧迫は強く、住宅価格が下落しているときには、米経済の本格的な回復は期待できない。

### なりふり構わぬ ECB の融資

イギリスの住宅価格も米国と同じような経緯を辿っている。09 年には幾分反発したものの、その後、バブル崩壊後の最低は更新していないが、弱含みで推移している。昨年 10-12 月期の英実質 GDP は前期比 0.2% 減少し、景気の悪化が住宅価格に影響すると考えられるが、こうした経済の悪化による住宅市場の悪化は、EU なかでも住宅バブルが大きかったスペインなど南欧経済に再び襲い掛かりそうだ。昨年 10-12 月期のイタリア、スペインの実質 GDP は前期比 0.7%、0.3% それぞれ減少したが、今後、緊縮財政の強化により、マイナス幅はさらに大きくなり、住宅市場に悪影響を及ぼすだろう。住宅価格の下落は家計のバランスシートの悪化を通して消費マインドを冷やし、経済やマネーの動きを一層鈍化させることになる。

2 月末、ECB は期間 3 年、年利率 1.0% という好条件で 800 の金融機関に 5,295 億ユーロを融資した。昨年 12 月にも 523 の金融機関に 4,891 億ユーロを融資したが、これを加えれば 3 ヶ月にも満たない短期間に 1 兆ユーロ超の金を貸したことになる。2 月 24 日時点の ECB の長期貸出は 8,196 億ユーロであるので、現時点ではこれを大幅に上回っている。FRB は国債購入で資金供給しているが、ECB は融資で資金供給している。年 1% の費用であるから金融機関は国債購入で自動的に厚い利鞘を入手できる。まさに金融機関へのあからさまな優遇措置であり、とにかく資金だけは金融機関に供給しなければと闇雲に突っ走った。緊縮財政、放漫融資という過去にない欧州委員会と ECB のなりふり構わぬ行動が不安を呼び起こす。

### 経済産業省、百害有って一利無し

米国のように日本も新車販売台数は好調であり 2 月も前年比 31.9% 増加した。1 月の 40.7% より低いですが、これで 5 ヶ月連続の 20% 超である。昨年 12 月からエコカー補助金制度が始まったことが販売を嵩上げしている（来年 1 月末までに新車新規登録された車に適用）。だが、1 月の『家計調査』によると、自動車等購入は前年比 11.7% 減少しており、新車販売とは相容れない数値だ。台数と金額の違いはあるが、それにしても違いすぎる。家計以外が購入したとしか捕らえられない。

1 月の輸出は前月比 0.4% 減少したが、鉱工業生産指数は +2.0% と 2 ヶ月連続で増加し、生産は昨年 2 月以来の高い水準に回復した。輸送機械の寄与度が 0.6%、より広い耐久消費財でみれば 1.0% と高い。耐久消費財の生産は 2 ヶ月連続で急増した反面、1 月は出荷が伸び悩んだため在庫が大幅に増加した。鉱工業生産指数は 1 月、前月比プラスとなったが、出荷は 0.7% 減とマイナスになり、在庫は 3.1% 増加した。補助金や減税延長が自動車の購入を

促し、生産に大きく寄与したが、需要を相当先食いしており、反動減が大きくなることは間違いない。

産業政策を通して日本経済に深く関与、指導してきた経済産業省は百害あって一利なしだ。税金を使って産業構造を時代に即した形にすることなどできない。そのようなことができれば、日本はいまのような酷い経済状態にはなっていないだろう。原発の破綻によって、経済産業省は日本の酷い状態をさらに酷くした。それでもいまだになにの咎め、反省もなく、経済産業省がそのまま存続していることが、日本の先行きを一層暗くしている。