

## 週刊マーケットレター（2012年5月14日週号、No. 406）

2012年5月13日

曾我 純

## ■主要マーケット指標

為替レート	5月11日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	79.92 (79.82)	80.83	77.66
ドルユーロ	1.2914 (1.3082)	1.3108	1.3193
ドルポンド	1.6070 (1.6153)	1.5906	1.5752
スイスフランドル	0.9293 (0.9181)	0.9174	0.9164
<b>短期金利（3カ月）</b>			
日本	0.19571 (0.19571)	0.19571	0.19571
米国	0.46685 (0.46585)	0.46865	0.50600
ユーロ	0.61607 (0.62071)	0.66500	0.99157
スイス	0.11167 (0.11167)	0.11167	0.08333
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	0.850 (0.885)	0.950	0.975
米国	1.85 (1.88)	2.04	1.99
英国	1.96 (2.00)	2.05	2.11
ドイツ	1.52 (1.58)	1.78	1.91
<b>株 式</b>			
日経平均株価	8953.31 (9380.25)	9458.74	8947.17
TOPIX	758.38 (792.87)	805.84	779.07
NY ダウ	12820.60 (13038.27)	12805.39	12801.23
S&P500	1353.39 (1369.10)	1368.71	1342.64
ナスダック	2933.82 (2956.34)	3016.46	2903.88
FTSE100（英）	5575.52 (5655.06)	5634.74	5852.39
DAX（独）	6579.93 (6561.47)	6674.73	6692.96
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	291.80 (297.15)	302.10	312.14
原油（WTI、ドル/バレル）	96.13 (98.49)	102.70	98.67
金（ドル/トロイオンス）	1584.0 (1645.2)	1660.3	1725.3

## 米独債券利回りの異常な低下

週末の日経平均株価は2月第2週以来の9,000円割れとなった。6週連続安となり、計1,130円の下落だ。6週連続安はリーマンショック以前の08年7月以来約4年ぶりである。一方、10年債利回りは0.85%に低下し、2010年10月第2週を下回り、03年6月第4週以来約9年ぶりの低い水準に低下した。株式下落や債券利回りの低下は、米国経済の先行き不安、混沌としてきた欧州の行方、日本企業の業績不振等によるものであり、今に始まった問題ではない。こうした問題が世界経済に横たわっていたが、市場参加者はそれらのこ

とを見て見ぬ振りをし、都合のよい楽観的なシナリオを描き、実体経済から掛け離れた水準まで買い進んでいた。だが、いつまでの実体経済を無視して買い続けることはできない。早晩、ババを掴まされ、巨額損失という代償を払わねばならなくなるからだ。

米国経済の銀行部門は依然正常ではない。4月の米商業銀行不動産貸付は3.53兆ドルと過去数ヵ月ほぼ横ばいで推移しており、07年の第4四半期並みの高水準にある。貸付のピークから0.34兆ドルの減少にとどまり、総貸付に占める不動産貸付は5割を超える。ピーク比では6ポイントほど低下しているが、長期趨勢からみれば、不動産貸付に傾斜し、異常な貸付から抜け出していないことはあきらかだ。

商業銀行の現金選好は相変わらず強く、4月、1.57兆ドルのも現金を保有している。08年の金融危機以前の3,000億ドル程度にくらべれば約5倍の現金を抱えていることになる。なぜこれほどの現金を抱えざるをえないのか。最大の融資先である不動産市場が冷え切ったままであり、信用不安も解消していないことが、現金保有を選好に繋がっている。証券類保有額は4月、2.62兆ドルと過去最高を更新した。そのうち1.33兆ドルはモーゲージ担保証券であり、これも依然増加しつつある。商業銀行の資産構成は正常な姿から掛け離れているといえる。

銀行の中身が過去のトレンドから逸脱していることは、マネーの流れも悪く、米国経済は病から抜け出していないということだ。1-3月期の米実質GDPは前期比年率2.2%と前期よりも0.8ポイント低下した。在庫増の寄与分を除けば1.6%にとどまる。個人消費の寄与度は2.04と3四半期連続で拡大したが、前期に続いて乗用車等の寄与度が大きく、サービスは低調である。民間設備投資は前期比年率-2.1%と09年第4四半期以来のマイナスになった。

それでも名目GDPは前年比4.0%伸びており、10年債利回りを2倍以上上回っている。いかにも債券利回りは低く、資金需要がでてきてもおかしくない。が、長期資金需要は弱く、3ヵ月物金利も低下し続けていることから、短期資金の動きも鈍いのである。実体経済と金利の異常な関係はFRBが作り上げたものだ。本来であれば、債券利回りは4%を超える水準に上昇して不思議ではないが、FRBの無茶苦茶な買いオペとゼロ金利継続宣言により、利回りの上昇が抑えられており、週末には戦後最低水準に低下した。

債券利回りの低下、すなわち長期期待収益率の低下にもかかわらず、米株式は大幅な調整にも直面せず、高い株価を維持している。いままでのパターンでは、債券利回りと同様に動いていたが、FRBが買いオペを強化した2010年後半以降は両者の関係が薄れてきている。FRBの資金供給策によって、米株式・債券市場は麻薬付けにされてしまい実体経済と利回りの関係が切断されてしまった。ゼロ金利と買いオペにより薬漬けにしたFRBの罪は重い。市場原理が働きやすい株式・債券市場でさえも、FRBの介入で完全にマニピュレートされているのである。薬が切れたらどうなるのだろうか。それでも資本主義というのだろうか。

10年債利回りは日本がもっとも低いが、昨年10-12月期の名目GDPは前年比2.3%減であ

り、債券利回りが1%以下であっても、期待収益率がマイナスでは資金需要はでてこない。だから、日銀がいくら買いオペを強化しても債券利回りをマイナスにはできないので、実施しても効果はない。

ユーロ圏の債券市場も酷い状態にある。政策金利は1%だが、週末の10年債利回りは最低のドイツの1.52%から最高ギリシャの24.54%までの開きがある。昨年10-12月期のドイツ名目GDPは前年比3.1%増加した。ドイツの債券利回りは過去最低水準にあり、名目成長率の半分である。正常な経済状態では債券利回りは3.1%に向かって上昇するはずだが、現実には低下している。

ユーロ圏17カ国の経済状態は異なる上に、信用問題が前面にでてきているため、とほうもない利回り格差が生まれている。しかもFRB同様、昨年秋以降、ECBも資金供給を著しく拡大させ、直近ECBの総資産は2.96兆ユーロと昨年9月から約1兆ユーロも増加した。これだけの資金供給をしても、債券利回りの格差はさらに開き、経済の混乱は収まらないのである。

経済が強く、信用力のあるドイツは通常上がる債券利回りが下がり、超低金利で資金調達が可能となり、企業収益力を引き上げる。他方、債券利回りの高い国は下がるべきはずの利回りが上がり、資金調達の手段が奪われてしまう。共通通貨を導入し、域内の障壁を撤廃しても、国債がある限り、国債にすべて拠寄せするのである。強い国が弱い国の面倒をみることで域内を平準化させる方策を策定しなければ、ユーロ圏は泥沼から這い出すことは難しい。

## 生産年齢人口急減の衝撃

4月17日、総務省は昨年10月1日現在の日本の総人口は127,799千人、前年比259千人減少したと発表した。05年に戦後初めて減少したが、その後、微増減を繰り返し、2011年に戦後最大の減少を記録した。2007年以降、出生児数が死亡者数を下回る状態が常態化しているが、その開きは毎年拡大しており、昨年は18万人に増加した。

年少人口（0～14歳）は減少し続けており、総人口に占める比率は13.1%と65歳以上の老年人口よりも10ポイント以上低い。2000年に両者の比率が逆転してから、その差は急速に拡大している。生産年齢人口（15歳～64歳）は1995年をピークに減少しており、ピークと昨年を比較すると591.8万人もの減少だ。生産年齢人口は、2000までの5年間では1%の減少率であったが、2005では2%、2010年までの5年間では4%と減少率の拡大が顕著である。もっとも活動が活発な年齢層がかくも減少し、不活発の老年層が著増しているのでは、経済が衰えるのは致し方ない。

2000年以降の5年毎の生産年齢人口減少率が拡大するにつれて、名目GDPも減少率が大きくなってきており、生産年齢人口の名目GDPに及ぼす影響をはっきりと認めることができる。2000年までの5年間の名目GDPはなんとかプラスを維持したが、生産年齢人口の減少率が大きくなった2005年までの5年間では初のマイナスとなり、2010年ではマイナス幅

はさらに拡大した。

2015 年までの 5 年間の生産年齢人口の減少率拡大と老年人口の増加率拡大が、名目 GDP の低落を一層推し進めることになるだろう。生産年齢人口の減少と老年人口の減少は、2015 年までに団塊世代が完全に 65 歳以上になるからである。国立社会保障・人口問題研究所の『日本の将来推計人口』（出生中位・死亡中位推計）によると、2015 年までの 5 年間に生産年齢人口は 6 % 減少し、2010 年に比べれば減少率は 2 ポイントの拡大だ。2020 年は 4 % 減、2025 年には 3 % 減と減少は持続するけれども、マイナス幅は幾分和らぐと推計されている。このように 2015 年までの日本の人口構造の変化は今までになく、将来も起こらないような激しい変化となる。2012 年 4 月からは昭和 22 年生まれの団塊第一陣が 65 歳入りを果たし、2015 年 3 月までに団塊世代 663 万人すべてが 65 歳以上となる。

今年度から始まる前例のない生産年齢人口減と老年人口増が、名目 GDP を今まで以上に下振れさせるだろう。これまでの生産年齢人口と名目 GDP の関係から推計すれば 5 年間で名目 GDP は 30 兆円程度減少するはずだ。人口減と老年人口比の上昇により、個人消費支出は少なくなるし、それに伴い生産設備は過剰になり、設備投資は減少するだろう。

人口減と人口構造の変化だけでこれだけ経済にインパクトを与えることになるが、政府は 2014 年と 2015 年に消費税率を引き上げようとしている。おそらく戦後最大の経済収縮過程に、大幅な増税を実施すれば、消費は萎縮してしまい、経済は未曾有の不況に突入することになるだろう。消費増税のタイミングは最悪期に設定されているといえる。

消費増税を実現できたとしても、所得税や法人税は大幅に減少し、税収は減少することになる。不況で社会はすきび、混乱し、なにのために増税したのかということになる。税収が落ち込めば、財政赤字の拡大を余儀なくされ、社会保障はますます立ち行かなくなるだろう。低所得者層はさらに拡大し、生活そのものが苦しくなり、社会全体が陰鬱とした状態になるのではないか。

結局は、余裕のある階層が限界的階層を援助する方法しかのこされていない。ユーロ圏のように貧しい国と豊かな国が同居していれば、豊かな国が貧しい国の面倒を見る以外にユーロ圏は成立しないのである。たとえ、豊かな国ばかりが集まったとしても、そこでも経済格差が生まれ、同様の問題が発生してくる。特に同質的な日本では、問題の難易度はユーロ圏に比べれば低いと言ってよい。所得税の累進性を強め、法人税を引き上げ、欠損法人からも徴収することが重要である。有価証券取引税を復活させ、株式市場を正常な姿に戻す必要がある。グローバル化とは反対のことを実施することが、日本経済を強くする方法だと思う。