

週刊マーケットレター (2014年6月9日週号、No. 487)

2014年6月8日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	6月6日(前週)	1カ月前	3カ月前
円ドル	102.49(101.76)	101.68	103.06
ドルユーロ	1.3642(1.3631)	1.3926	1.3860
ドルポンド	1.6798(1.6756)	1.6973	1.6738
スイスフランドル	0.8934(0.8950)	0.8741	0.8803
短期金利(3カ月)			
日本	0.13500(0.13500)	0.13500	0.13714
米国	0.22960(0.22740)	0.22485	0.23510
ユーロ	0.24643(0.28714)	0.30786	0.25500
スイス	0.01200(0.01200)	0.01800	0.01800
長期金利(10年債)			
日本	0.600(0.570)	0.605	0.615
米国	2.59(2.48)	2.60	2.74
英国	2.67(2.57)	2.66	2.76
ドイツ	1.35(1.36)	1.46	1.64
株 式			
日経平均株価	15077.24(14632.38)	14457.51	15134.75
TOPIX	1234.57(1201.41)	1182.48	1228.36
NYダウ	16924.28(16717.17)	16401.02	16421.89
S&P500	1949.44(1923.57)	1867.72	1877.03
ナスダック	4321.39(4242.61)	4080.75	4352.12
FTSE100(英)	6858.21(6844.51)	6798.56	6788.49
DAX(独)	9987.19(9943.27)	9467.53	9542.87
商品市況(先物)			
CRB指数	305.24(305.48)	307.28	307.59
原油(WTI、ドル/バレル)	102.66(102.71)	99.50	101.56
金(ドル/トロイオンス)	1252.5(1246.0)	1308.6	1351.8

顔色を窺いながらの ECB の利下げ

6月5日、ECBは政策金利等を引き下げた。かなり前から利下げを仄めかしており、意外性はまったくなかった。金融政策の変更が必要であれば、市場参加者の機嫌など気にすることなく実行しなければならないのだが、ECBにはそうした気概などさらさないのだろう。まったく意志決定能力に欠ける。これでは利下げをする意味などない。ましてや0.25%の政策金利を0.15%に下げる効果などゼロだし、金融機関がECBに預ける金利をゼロからマイナス0.1%にしたところでどうなのといったところか。

日銀や FRB の総資産は膨れ続けているが、ECB の総資産は 5 月 30 日時点、2.197 兆ユーロと 2012 年央の 3.1 兆ユーロをピークに減少しつつある。ユーロ圏金融機関の ECB 預金は 3,521 億ユーロと 1.1 兆ユーロも預けていたピークから大幅に減少している。マイナス金利が適用されるのは必要準備額 (2,093 億ユーロ) を超える部分についてであり、1,428 億ユーロがおおよそ対象になる。年間、円換算で約 200 億円の負担となる。金融機関は超過準備を引き上げ、現金で保有するかなんらかの資産を購入すれば、マイナス金利の影響を取り除くことができる。

沈滞したユーロ圏経済を金融政策で浮上させることはできない。ほぼゼロ金利の状態にありながら、需要は一向に伸びない。1-3 月期のユーロ圏実質 GDP は前期比 0.2% と前期よりも 0.1 ポイント低下し、4 四半期連続のプラスだが、たどたどしい歩みであり、いつマイナスに転落するかもわからない。

金利ゼロでも家計の最終需要は回復する兆しがみえない。1-3 月期の家計消費支出は前期比 0.1% と低迷していることが、成長できない最大の要因。実質 GDP の 57% は家計消費で占められているからだ。4 月のユーロ圏失業率は 11.7% とピークより低下したとはいえ、働きたいと思う人の 1 割以上が失業していれば、家計消費が伸びるとは考えられない。消費支出が伸びなければ物価が弱くなるのは自明のことだ。5 月のユーロ圏インフレ率は前年比 0.5% と 2 ヶ月ぶりに低下し、このまま需要の低迷が続けば物価がマイナスに低下することにもなりかねない。

GDP、物価、失業率のいずれをとってもユーロ圏参加国で大きな違いがあり、本当は一律の金融政策を施すことはできない。こうした大きな矛盾を抱えた状態で、金融政策に頼った経済の舵取りをすることはできない。比較的良好なドイツ経済はドイツ国債の利回り低下によって、経済はさらに良くなるだろう。他方、スペインのように失業率が 25.1% もの高い国は金融政策などによる効果はなく、ユーロ圏での経済格差はますます拡大することになる。

為替相場もドイツはユーロ高でもやっていけるが、経済の弱い国ではユーロ高はますます苦しくなる。金利の下げ余地がないので、金融政策でユーロ安に誘導することはできず、為替の面からも経済格差を是正することはできないのである。

ギリシャの財政危機により、ユーロ圏は緊縮財政を強いてきたが、経済が低迷しているときに財政を絞れば、経済の回復はいつになるかわからない。金融政策では需要不足を解消させることはできないのである。特に、GDP に占める家計消費支出が低ければ、経済の不振によって設備投資が減少し、需要不足は一層深刻になる。需要不足を補うことができるのは財政しかない。ユーロ圏内の富裕国から貧困国への資金援助によってのみ、ユーロ経済は今よりもましな状態にたどり着けるのである。域内での相互扶助を前提にしなければ、単一通貨は機能しない。

金融緩和と緩やかな経済の拡大を背景に米株式は過去最高値を更新している。NY ダウは 2009 年 3 月の底からの値上り率は 2.5 倍超となり、上昇期間は 5 年を超えた。足元の国債

利回りは 2.59%と 2009 年 3 月と同じである。長期期待成長率が 2%台半ばに低下しながらも、株式だけは人気化し、高騰している。

非金融部門の企業利益は 2014 年 1 - 3 月期、過去最高を更新し、2009 年 1 - 3 月期の 1.9 倍に拡大している。だが、S&P500 の株価収益率は 18 倍台に上昇、3 月末の米株式価額は名目 GDP の 2 倍を超えた。株式価額・GDP 比が過去に 2 倍を超えたのは一度だけである。IT バブルに沸いた 2000 年 3 月末の 2.03 倍だ。今年 3 月末は 2.01 倍となり過去 2 番目の異常な数値である。米不動産バブル期では 2007 年 6 月末の 1.83 倍が最高で、昨年 9 月末にこれを抜いた。2014 年 1 - 3 月期の米名目 GDP は 17.1 兆ドルだが、株式価額は 34.4 兆ドルもある。過去 10 年、名目 GDP は 1.42 倍に増加したが、株式価額は 2 倍と GDP の伸びを大幅に上回っているからだ。1990 年代半ば以降、株式価額・GDP 比はほぼ 1.0 よりも高く、それ以前とは様変わりしており、米国経済は金融を核とした成長に著しく偏っていることを裏付けている。株式の実体経済に及ぼす度合いがより強くなっているということだ。過去 62 年の統計において 2 度しかみられない特異な現象が発生していることを見過ごすわけにはいかない。株式に過度に偏っている米国経済の危険なシグナルなのである。

米国経済従属の日本は米株式以上にぶれやすい。米株高によって、日本株も上昇しているが、まさにナイフの刃の上をいく危うさがある。1 - 3 月期の大企業営業利益は前年比 29.0%伸びたが、3 期連続の伸び率低下だ。営業利益の伸びが低下しているとはいえ、29.0%増とは過去のピーク時に匹敵する伸びであり、このような高い伸びが持続することは不可能だ。しかも、営業利益拡大には人件費の抑制が大きく寄与しているのだ。売上高の 6.7%増に対して、人件費は 0.9%、従業員給与に限れば 0.4%の増加にとどまっている。全規模全産業の人件費は 2.8%前年を下回っている。人件費の抑制、削減によって利益を溜め込むことは、ひいては企業が作った商品が売れなくなることでもある。

消費税率引上げ後の消費減がこれからはっきりとあらわれ、数四半期後、企業収益は前年を下回ることになるだろう。米株式のバブル化に企業収益の悪化が加わり、日本株のババ抜き合戦が熱を帯びてくることになるだろう。