

週刊マーケットレター（2019年5月27日週号、No. 675）

2019年5月26日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	5月24日（前週末）	1ヵ月前	2018年末
円ドル	109.29(110.07)	112.17	109.56
ドルユーロ	1.1202(1.1156)	1.1152	1.1469
ドルポンド	1.2712(1.2718)	1.2900	1.2757
スイスフランドル	1.0016(1.0105)	1.0203	0.9814
短期金利（3ヵ月）			
日本	-0.06417(-0.07750)	-0.06767	-0.07267
米国	2.52488(2.52188)	2.58638	2.80763
ユーロ	-0.35929(-0.35400)	-0.34757	-0.35571
スイス	-0.71160(-0.71160)	-0.71680	-0.71340
長期金利（10年債）			
日本	-0.070(-0.060)	-0.045	-0.010
米国	2.32(2.39)	2.52	2.68
英国	0.95(1.03)	1.17	1.27
ドイツ	-0.12(-0.11)	-0.01	0.24
株 式			
日経平均株価	21117.22(21250.09)	22200.00	20014.77
TOPIX	1541.21(1554.25)	1612.05	1494.09
NY ダウ	25585.69(25764.00)	26597.05	23327.46
S&P500	2826.06(2859.53)	2927.25	2506.85
ナスダック	7637.00(7816.28)	8102.01	6635.27
FTSE100（英）	7277.73(7348.62)	7471.75	6728.13
DAX（独）	12011.04(12238.94)	12313.16	10558.96
商品市況（先物）			
CRB 指数	178.62(180.98)	186.49	169.80
原油（WTI、ドル/バレル）	58.63(62.76)	65.89	45.41
金（ドル/トロイオンス）	1283.6(1275.7)	1279.4	1281.3

過去6年の実質消費支出、たったの0.2%（年率）

米株安により日本株も軟調である。米中通商摩擦の不透明感が市場を覆っており、NY ダウは5週連続安となった。貿易問題は米国の製造業にも悪影響していることが明らかになってきており、株式には手を出しにくくなってきている。4月の米非軍事資本財受注（航空機除く）は前月比0.9%減少、さらに5月の米PMI（製造業）は50.6、前月比2.0ポイントも低下した。米企業の収益環境は厳しさを増している。米中貿易紛争が続いていけば、期待収益率は低下し、設備投資マインドはさらに悪化、米株式は売られるだろう。米10年債利

回りは昨年 11 月から大幅に低下しており、米国経済の減速やそれに伴う利下げを織り込みつつある。WTI の 60 ドル割れに伴い、CRB 指数は今年 1 月上旬以来の水準に低下した。

トランプ大統領は株式の動向を注視しながら、対中通商交渉を進めていくはずだ。株式が暴落することなく底堅く推移するならば、強気で臨むけれども、株式が激しく下落する様子をみせれば、強気一辺倒ではいられない。すべては来年の大統領選挙に標準を当てており、株式と貿易交渉との兼ね合いを図りながら勝利の図式を探っているのではないだろうか。

米株の不振によって、日本株も低調である。経済の動きは鈍く、底値はまだ先と考えざるを得ない。5 月の日本 PMI（製造業）は前月比 0.6 低下の 49.6 と景気が良いか悪いかの境を割り込んだ。4 月の輸出は前年比 2.4%減と 5 ヶ月連続のマイナスであり、この輸出の低迷が製造業にダメージを与えている。影響を被りやすい対中輸出は-6.3%とマイナス幅が大きい。一般機械に限れば前年比-17.4%、なかでも半導体製造装置は-41.0%も落ち込んだ。半導体製造装置は昨年 11 月から悪化しているが、4 月の減少率をもっとも大きく、底がみえない。金属加工機械の対中輸出も 4 月、前年比 32.0%減と引き続きマイナス幅は大きく、中国の設備投資意欲は冷え込んだままである。

3 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前年比-0.7%と 3 ヶ月連続の前年割れである。中でも、製造業は 7.6%減と昨年 11 月以降 5 ヶ月連続のマイナスであり、国内製造業にも米中貿易戦争の影響がはっきりあらわれている。

5 月の製造業 PMI が悪化したことは、5 月の輸出も相変わらず不調だということだ。気まぐれなトランプ大統領のことだから、なにが飛び出すかわからないが、当面、米中の貿易関係が改善するとは予想しにくい。日本の場合、輸出が不振であれば、製造業の業績は悪化するが、この相関関係を覆す要因はどこにも見当たらない。

しかも、円ドル相場が 109 円台へとやや円高に振れているが、ここに来て、WTI が今年 3 月以来の 50 ドル台に低下しているが、原油価格の安定は貿易収支の改善に貢献するだろう。貿易黒字の拡大は円高ドル安に繋がり、製造業の収益を圧迫することになる。

輸出減、WTI の下落、製造業の受注減などはすぐに反転することではなく、製造業の期待収益の改善は見込めそうもない。これらの変化はときには激しくなり、経済の浮沈に影響する。だが、経済全体の半分以上を占める最終消費の変化は小幅である。5 月 20 日、1-3 月期の GDP が公表されたが、民間最終消費支出は 305.4 兆円（季節調整値、年率）、3 年前と比べて 2.1%（年率 0.7%）、6 年前の 2013 年 1-3 月期比でも 3.9%（0.6%）しか伸びていない。実質では 3 年比 1.4%（0.5%）、6 年比 1.1%（0.2%）とさらに伸びは低くなり、ほぼ停滞していると言ってよいだろう。第 2 次安倍政権誕生以降、失業率などの雇用は改善されたが、消費については少しも良くなっていないのである。

輸出の増減や機械受注の変動などまったく関係ないように民間最終消費支出の動きはにぶいのである。大きな変化をもたらしたのは 2014 年 4 月の消費税率の引き上げくらいだ。引き上げ前の 2013 年度の実質民間最終消費支出は 2.8%伸びたが、消費の先食いで 2014 年度は 2.6%減少している。2015 年度以降も 0.7%、0.0%、1.1%、そして昨年度の 0.4%と低迷は

続く。東北大震災後の 2012 年度でさえ 0.7%伸びており、2018 年度はこれを 0.3 ポイント下回っている。因みに、米国の個人消費支出は 2.6% (2018 年) と日本の 6 倍超である。

なぜこれほど日本の消費は弱いのだろうか。所得の伸び悩みを始め、人口減と少子高齢化さらに所得格差、将来への不安などが消費行動にブレーキを掛けているのではないか。教育にカネが掛かり、老後への備えも必要だと貯蓄に励む。

『家計調査報告 (家計収支篇)』によれば、2018 年の平均消費性向 (二人以上の世帯のうち勤労者世帯) は 71.2%と前年よりも 0.9 ポイント低下し、これで 4 年連続の低下である。世帯主が 40 歳未満の平均消費性向は 64.4%と平均を大幅に下回り、積極的に貯蓄している姿勢が窺える。

平均消費性向の低下は、消費支出の伸びが可処分所得の伸びを下回っているから起こる。2018 年と 2012 年を比較すると可処分所得の 3.0% (年率 0.5%) に対して消費支出は 6 年であつたの 0.5%しか増えていない。増えない可処分所得を遣り繰りしている苦しい家計の姿が浮かび上がってくる。

少子高齢化も消費支出にマイナスに作用している。2018 年 12 月 1 日の総人口を 2012 年と比較すると、65 歳以上は 481 万人増加しているが、他方、15 歳未満と 15 歳以上 64 歳までは 116 万人、473 万人それぞれ減少している。65 歳以上の急増は、高齢夫婦無職世帯や高齢単身無職世帯が増加していることでもある。

高齢夫婦無職世帯と高齢単身無職世帯の可処分所得は 193,743 円、110,933 円と勤労者世帯 (455,125 円) を大幅に下回る。可処分所得が少なければ消費支出もそれに沿ったものにならざるを得ない。可処分所得の少ない高齢世帯の増加が、消費支出の低迷に拍車を掛けるのではないだろうか。