

## 週刊マーケットレター（2011年2月21日週号、No. 356）

2011年2月20日

曾我 純

## ■主要マーケット指標

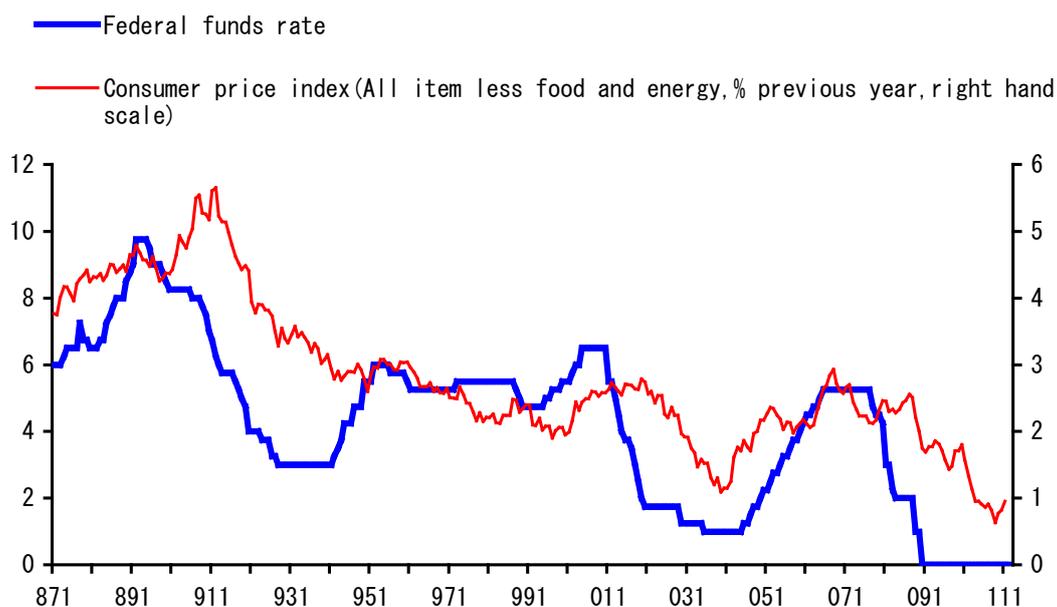
<b>為替レート</b>	2月18日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	83.20(83.45)	82.55	83.50
ドルユーロ	1.3690(1.3550)	1.3390	1.3645
ドルポンド	1.6235(1.6005)	1.5955	1.6035
スイスフランドル	0.9460(0.9725)	0.9635	0.9965
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.19000(0.18875)	0.18875	0.19563
米国	0.31250(0.31300)	0.30313	0.28438
ユーロ	1.03250(1.04625)	0.94438	0.97875
スイス	0.17000(0.17000)	0.16833	0.16833
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.295(1.295)	1.225	1.125
米国	3.58(3.63)	3.37	2.89
英国	3.80(3.87)	3.65	3.41
ドイツ	3.24(3.29)	3.10	2.71
<b>株 式</b>			
日経平均株価	10842.80(10605.64)	10518.98	10013.63
TOPIX	973.60(946.63)	931.58	868.81
NY ダウ	12391.25(12273.26)	11837.93	11181.23
S&P500	1343.01(1329.15)	1295.02	1196.69
ナスダック	2833.95(2809.44)	2765.85	2514.40
FTSE100（英）	6082.99(6062.90)	6056.43	5768.71
DAX（独）	7426.81(7371.20)	7143.45	6832.11
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	341.78(337.78)	333.78	302.51
原油（WTI、ドル/バレル）	86.20(85.58)	91.38	81.85
金（ドル/トロイオンス）	1388.2(1359.9)	1368.1	1352.9

## ■ FRB の国債購入による株高はいつまで続くか

昨年11月、FRBは6,000億ドルの国債購入を決めたが、その1ヵ月前から、外人の日本株買いは積極的になり、2月第2週まで連続して買い越している。昨年10月以降の買い越し額は2.4兆円になる。明らかに、FRBの金融緩和措置が外人の日本株買いの契機となり、株価上昇の原動力となった。だが、6月末でFRBの国債購入は終了することから、外人買いもそろそろ最終局面に近づいているように思う。

それにしてもNYダウの上昇力は異常に強く、09年3月の底から2年経過しないうちに、

1.9 倍ほど値上りした。前回の上昇局面でも同程度値上りしたが、5 年を要しており、今回の値上りがいかに急速であったかを物語っている。09 年 3 月の反発要因も FRB の国債等の買い取りであり、FRB の金融緩和策を材料に株価は上がっていった。今回の国債購入は 6 月末までだが、いまの経済情勢では、FRB の国債購入は必要ではなく、打ち切りとなるだろう。株式買いの主力材料である国債購入が打ち切りとなれば、景気拡大のよほど強いシグナルが発せられない限り、株式上昇の持続は難しい。



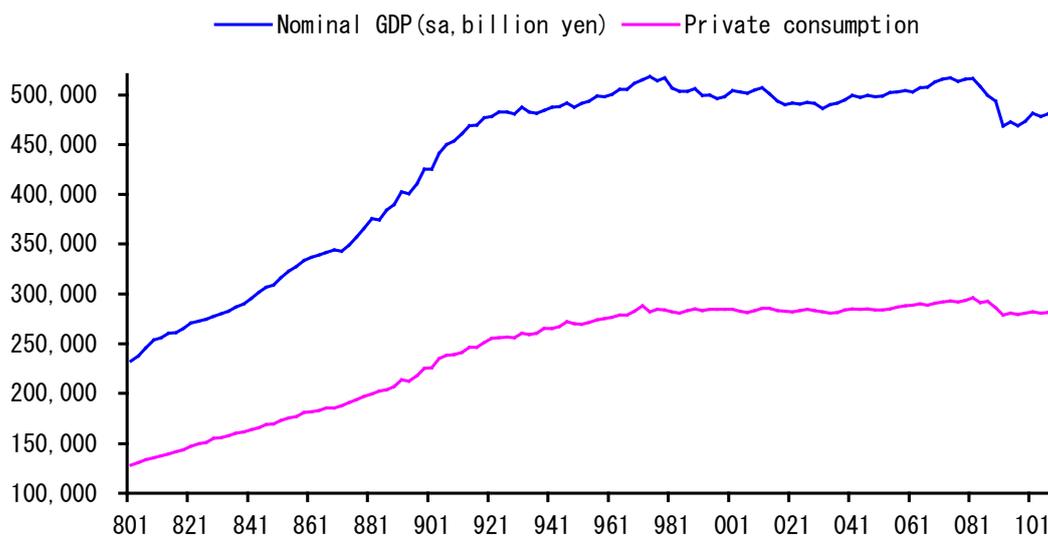
source : Bureau of Labor Statistics

FRB は今年の実質経済成長率見通しを昨年 11 月の 3.0%~3.6%から 3.4%~3.9%へ上方修正した。上方修正したことは景気の先行きに自信を深めていることであり、これほどの成長を想定していることは、国債購入だけでなく、ゼロ金利政策の変更もあり得る。さらに、足元、名目で 4.2%も伸びていながら、ゼロ金利や国債購入を継続する異常な金融政策によって、株式や素材だけでなく物価も反応してきた。1 月の米消費者物価指数（コア）は前年比 1.0%と前月よりも 0.2 ポイント高く、昨年 5 月以来の伸び率となった。2 月以降もじわじわ上がるようだと、早い段階で FRB は利上げに踏み切らざるをえない。実質金利がマイナスの異常な状態を断たなければ、株式や商品のバブルは膨れ、08 年以降の金融恐慌に耐えた試練や経験が水泡に帰すことになる。

## ■ 家計は痩せ企業は太る日本社会

GDP 統計によると、昨年 10-12 月期の経済成長率は名目前期比 0.6%減と 2 四半期ぶりのマイナスとなった。マイナス自体めずらしいことではなく、過去 10 年を振り返れば、しばしばみられる光景であった。消費支出が前期比 1.0%減と 09 年 1-3 月期以来の減少となったことや公的部門さらに外需までもマイナスになったことが響いた。

自動車販売やたばこの駆け込み需要の反動減が消費を引き下げたことは事実だが、11月までは薄型テレビが急増していたことなどを考え合わせれば、消費の基調は弱いと言わざるを得ない。7-9月期でさえも消費支出は0.3%伸びたにすぎず、駆け込み需要の効果はたかが知れている。減税の恩恵を受けるものは買うけれども、それ以外の消費は削るといふ姿勢である。



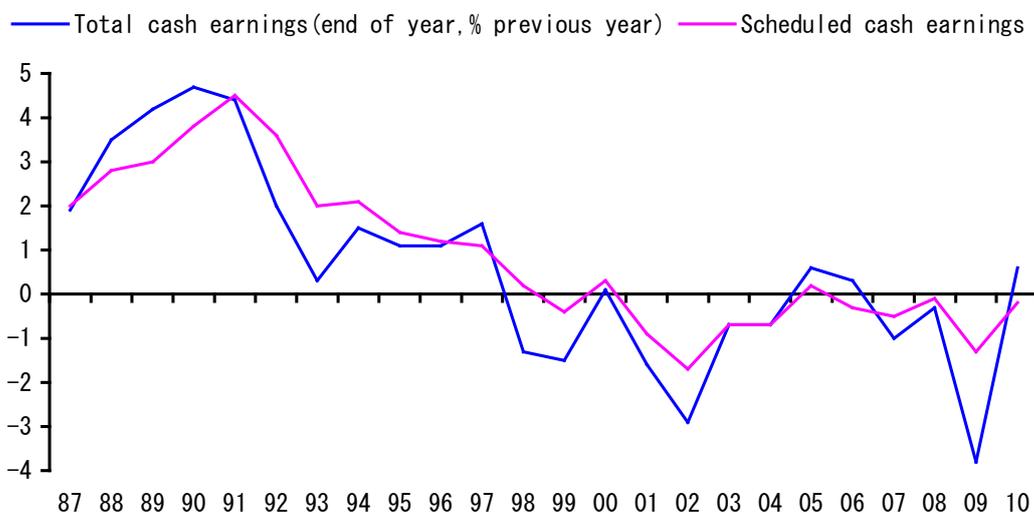
source : Cabinet Office

民間部門で寄与度がもっとも高かったのは民間在庫品増加であり、2四半期連続のプラスだ。自動車やたばこの売上減は予想できたことだが、それでも在庫が増加していることは、企業の予想よりも需要は弱いということを示している。

10-12月期の消費を自動車やタバコのせいにし、今年1-3月期以降、成長率は回復するような見方が報じられているが、1月の新車販売は引き続き大幅な前年割れとなるなど、消費不況から抜け出すことは難しいのではないかと。それは消費を決定付ける所得が減少しているからだ。10-12月期の雇用者報酬は前期比0.3%減と2四半期連続のマイナスとなり、これが家計の消費マインドを冷やしている最大の原因だ。デフレーターは3四半期連続の前期比マイナスとなり、デフレが和らぐ兆しはみえない。デフレでは消費や設備投資が活発になることは考えられない。デフレ経済では貨幣価値は上がり、ものの価値は下がるので貨幣を貯めることが、もっとも有利な選択になるからだ。しかもいま指摘したように報酬が減少しているため、財布の紐はことさらきつくなる。

10-12月期の名目GDPは金融危機以降の最低(09年1-3月期)を上回っているが、消費支出はそれを下回り、1996年1-3月期以来、約15年ぶりの低い水準に落ち込んだ。国内家計最終消費支出は2008年1-3月期をピークに減少しているが、その間、耐久消費財は5.2%減とサービス(4.0%減)より悪いが、半耐久財(14.3%減)や非耐久財(7.9%減)に比べると、減少率は緩やかである。

暦年の GDP をみると、2009 年までの 2 年間で名目 GDP は激減したが、2010 年は 1.8% の増加にとどまり、回復力は弱い。名目 GDP は 479.2 兆円と昨年より 8.3 兆円増加したが、2009 年を除けば、水準は 1991 年以來ということになる。さまざまな政策支援があったにもかかわらず昨年の消費支出は前年比 1 兆円も増加しなかった。これが回復力が弱くなった最大の原因である。民間部門では在庫増加の寄与度が高く、民間設備投資は微増にとどまった。最大の牽引者は外需であり、これだけで GDP を 0.9% 引き上げた。消費がこれほど弱いのは雇用者報酬が昨年、0.8% しか増えず、悪化する前の 2008 年を 9.2 兆円も下回っており、1992 年のレベルにとどまっているからだ。



source : MIC

今年度の企業収益は大幅に改善するようだが、これは報酬を低い水準に据え置いているからで、売上の伸びと同程度に給与を引き上げれば、このような増益にはならないはずだ。このような給与抑制と雇用削減を続けることは、同時に需要を削減していることでもある。企業は収益を拡大し太るけれども、家計の取り分は少なくなり痩せていくのでは経済は縮小していきただけである。

昨年 4 月～12 月の上場企業の売上高は前年比 7% を超え、経常利益は 8 割も増えているけれども、同期間の現金給与総額の伸び率は 1% にも満たないのである。所定内給与に限ればわずかだがマイナスという酷い状態である。企業は儲けを溜め込み、財務内容は良くなるが、製造した商品が売れなくなるという有効需要の不足を企業自ら演出している。売上高の伸びに比例した分配をしなければ、経済はうまく行かない。不公平な分配から生じた有効需要の喪失は、政府部門の大幅な赤字でもってしても、補えない規模に達している。企業は少なくとも、売上高の伸び率に準じた給与を支払わなければならない。そうしなければ、昨年、1% しか伸びなかった設備投資は、深刻な消費需要不足により再びマイナスになり、内需はますます萎んでいっくだろう。内需欠乏の墓穴を掘り、外需に頼らざるを得なくなったのは、企業自ら蒔いた種なのである。