

人間の経済

第2期 第 **26** 号 (通巻 104 号) 2005 年 7 月 11 日刊

目次

週刊マーケットレター (05年 6 月 27 日 週号)
主要マーケット指標
米政策金利の打ち止めを見込んだ円安ドル高
輸出 (数量ベース)、2 ヶ月連続の前年割れ

曾我 純

週刊マーケットレター (05年 7 月 4 日 週号)
主要マーケット指標
ゼロ金利と量的緩和によるバブル相場
足下と隔たりが大きい『短観』の設備投資計画

曾我 純

週刊マーケットレター (05年 7 月 11 日 週号)
主要マーケット指標
世界景気の減速強まり債券相場の上昇続く
機械受注弱く設備投資の冷え込み不安増す

曾我 純

週刊マーケットレター（05年6月27日週号）

2005年6月26日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

為替レート	6月24日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	109.05(108.55)	107.65	106.30
ドルユーロ	1.2090(1.2285)	1.2585	1.2940
ドルポンド	1.8245(1.8300)	1.8275	1.8695
スイスフランドル	1.2740(1.2575)	1.2295	1.2015
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05375(0.05313)	0.05625	0.05438
米国	3.47813(3.43938)	3.29875	3.09000
ユーロ	2.10363(2.11419)	2.12669	2.14444
スイス	0.74833(0.71833)	0.75000	0.75667
長期金利（10年債）			
日本	1.200(1.290)	1.255	1.385
米国	3.91(4.07)	4.03	4.59
英国	4.21(4.39)	4.32	4.80
ドイツ	3.13(3.28)	3.30	3.71
株 式			
日経平均株価	11537.03(11514.03)	11133.65	11745.97
TOPIX	1173.46(1172.33)	1136.32	1188.44
NY ダウ	10297.84(10623.07)	10503.68	10442.87
S&P500	1191.57(1216.96)	1194.07	1171.42
ナスダック	2053.27(2090.11)	2061.62	1991.06
FTSE100（英）	5079.0(5077.6)	4982.5	4922.5
DAX（独）	4566.48(4604.57)	4369.64	4343.60
商品市況（先物）			
CRB 指数	310.98(312.24)	296.72	306.88
原油（WTI、ドル/バレル）	59.84(58.47)	49.67	54.84
金（ドル/トロイオンス）	440.5(438.3)	417.5	424.7

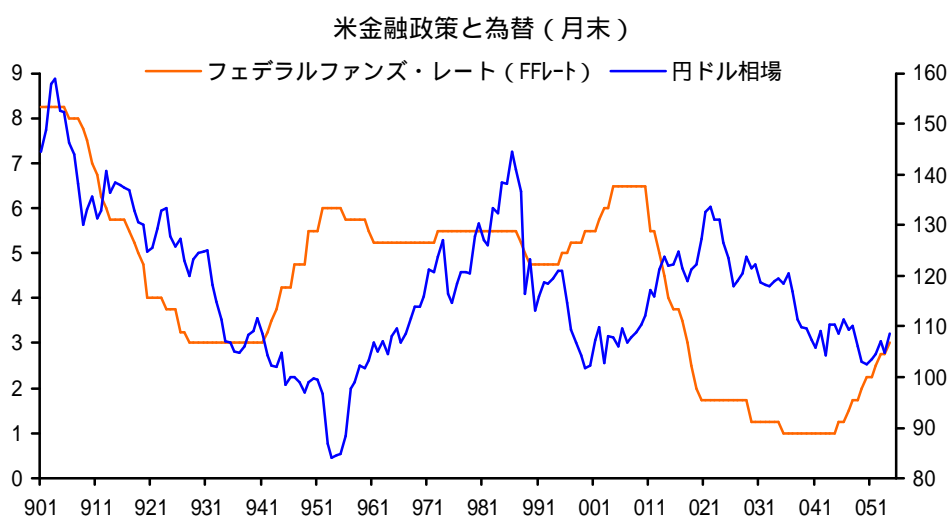
米政策金利の打ち止めを見込んだ円安ドル高

過去2ヵ月ほどで500ドル以上上げていたことや原油価格の最高値更新に嫌気し、23、24日の2日でNYダウは300ドル弱下落した。資金は株式市場から債券、商品に向かい債券利回りは再び3%台に低下し、ドル高にもかかわらず金は440ドル台に上昇した。

いまのところ米国の物価上昇圧力は緩やかだが、原油高が長期化することになれば、米国内経済をじわじわ蝕むことになろう。早い段階に、そうした不安を摘み取るためにも、FRBは今週開催のFOMCで政策金利を0.25%引き上げ3.25%にするはずだ。政策金利の引き上げを見込んで、米短期金利は3.5%弱まで上昇し、長期金利との金利差は0.44%に縮小してきた。

債券市場は、政策金利の引き上げが、物価の上昇を押さえることより景気に悪影響することのほうを懸念している。5月の米消費者物価指数（除く食品・エネルギー）は前年比2.2%増と前月と同じ伸びとなり、2月の+2.4%を3ヵ月連続で下回り、物価の上昇圧力は弱まっている。生産者物価指数も同様の動きをしており、原油高は米国の物価を脅かすまでにはいたっていない。

5月の米小売売上高は前年比6.4%増に低下したほか、5月の鉱工業生産指数も前年比2.7%増と昨年5月の+5.4%から大幅に低下しつつある。2.7%増の寄与度をみると、IT関連が0.9%と圧倒的であり、ウエイトの高い消費財の寄与度は0.4%にすぎない。原油高の影響が直接あらわれるガソリン等の支出拡大が、その他の消費財の支出に影響を及ぼしてきている。原油高が長期化すれば、ますます家計の消費マインドは冷えていくであろう。消費の低迷は設備投資意欲を萎縮させ、景気を急激に悪化させる恐れもある。5月の米資本財受注（除く国防・航空機）は前年比8.9%増と1月の18.8%増をピークに勢いは衰えてきて



いる。

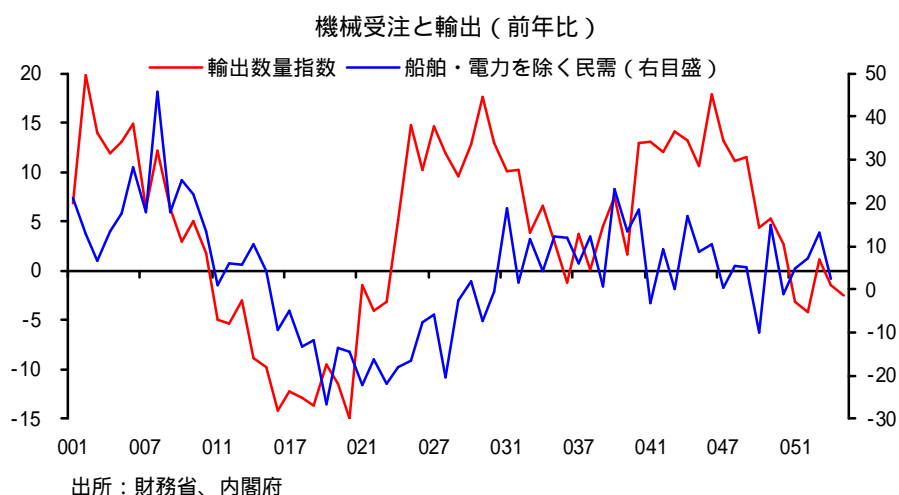
景気の勢いが減速しているときに政策金利をさらに引き上げるならば、景気減速は強ま

ることになる。そのようなシナリオが現実味を増していることが、為替市場にもみられる。円ドル相場は米政策金利が上昇するにつれて、円高ドル安が進行し、米政策金利が上昇しきったところで、円高がピークをつける傾向が読み取れる。米政策金利の今後の引き上げ幅は最大で1%程度であり、11月1日開催のFOMCで終了するのではないかと見られる。約4ヵ月後には米政策金利は打ち止めになることから、円安ドル高基調が強まり、来年は1ドル=130円に向う展開になるかもしれない。ただ、債券相場は政策金利の引き上げによる景気減速を先取りしているため、政策金利に打ち止め感がでて、過去のような急激な円安ドル高にはならないような気がする。

輸出（数量ベース）、2ヵ月連続の前年割れ

輸出の伸び悩みと原油高による輸入増が、5月の出超額を前年比68.3%減の2,969億円へと激減させた。素材に加え工作機械や建設機械等の輸出は引き続き好調だが、半導体、映像、音響等は軒並み不振となり、5月の輸出は前年比+1.4%の低い伸びとなった。半導体等電子部品の欧州向け輸出はプラスだが、米国とアジア向けは前年比17.7%、12.3%それぞれ減少した。映像機器はすべての地域で2桁減となり、世界的な需要不振と在庫増の深刻な事態に陥っている様子が窺われる。

中国向け一般機械の輸出は5月、前年比11.8%減少した。工作機械はプラスを保っているが、建設用・鉱山用機械は-39.3%の大幅減となり、中国需要も曲がり角に差し掛かって



いるように思う。

数量ベースの輸出は前年比-2.5%と2ヵ月連続のマイナスだ。対米は+1.9%と4ヵ月連続のプラスだが、対欧州とアジアは7.9%、4.7%それぞれ減少し、対アジアは今回の下降過程で最大のマイナスとなった。輸出の不振は数ヵ月遅れて、国内製造業の生産活動に波及しよう。米国の消費の伸びが低下しているなど、半導体等IT絡みの生産回復の時期はまだ不確かである。

4月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前年比+2.5%と前月の伸びを下回った。製造業、非製造業とも1桁の伸びとなったが、そのなかで注目すべきは一般機械が13.6%減と02年9月以来のマイナスに転じたことである。中国向け機械輸出の悪化が機械受注にもあらわれてきたように思う。電気機械は1 - 3月期まで2四半期連続の前年割れだが、4月も10.2%減少した。一方、自動車工業の設備投資意欲は旺盛であり、4月は前年比+64.6%と好調そのものである。ただ、拡大が急激であり、プラス期間が1年を超えていることなど、先行き不安な面もある。

週刊マーケットレター（05年7月4日週号）

2005年7月3日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

為替レート	7月1日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	111.80(109.05)	108.75	107.55
ドルユーロ	1.1955(1.2090)	1.2180	1.2915
ドルポンド	1.7680(1.8245)	1.8090	1.8810
スイスフランドル	1.2975(1.2740)	1.2555	1.2035
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.05563(0.05375)	0.05375	0.05438
米国	3.52875(3.47813)	3.35000	3.12000
ユーロ	2.11000(2.10363)	2.12344	2.14338
スイス	0.74667(0.74833)	0.75000	0.77000
長期金利(10年債)			
日本	1.170(1.200)	1.215	1.335
米国	4.04(3.91)	3.88	4.45
英国	4.20(4.21)	4.23	4.73
ドイツ	3.15(3.13)	3.23	3.60
株 式			
日経平均株価	11630.13(11537.03)	11329.67	11723.63
TOPIX	1181.80(1173.46)	1149.49	1186.50
NY ダウ	10303.44(10297.84)	10549.87	10404.30
S&P500	1194.44(1191.57)	1202.22	1172.92
ナスダック	2057.37(2053.27)	2087.86	1984.81
FTSE100(英)	5161.0(5079.0)	5011.0	4914.0
DAX(独)	4617.07(4566.48)	4527.17	4373.53
商品市況(先物)			
CRB 指数	303.86(310.98)	304.33	311.88
原油(WTI、ドル/バレル)	58.75(59.84)	54.60	57.27
金(ドル/トロイオンス)	427.8(440.5)	415.3	425.9

ゼロ金利と量的緩和によるバブル相場

日経平均株価は出来高を伴いじり高で推移しているが、先週の商い集中度は高く、投機相場の様相を強めている。29日にはエス・サイエンス(5721)だけで5.3億株の出来高を記録し、1銘柄だけで東証1部の出来高の30%を占めた。トップテンでは45.0%に達し、個人、証券会社の自己を中心とした超短期売買が市場を席捲している様子が窺える。

新規資金が株式市場に流入しているのではなく、一定の資金をもとに頻りに売り買いが繰り返されている投機相場だ。04年度の個人株式保有比率(全国証券取引所上場会社、時価総額ベース)は20.3%であったが、03年度を0.2ポイント下回っており、個人は新規資金を株式市場に振り向けていないことがわかる。

日銀のゼロ金利政策や株式手数料の引き下げが、個人を投機に走らせているが、投機は株式だけでなく、不動産にも広まっており、80年代後半のバブル相場に似てきた。「喉元過ぎれば暑さを忘れる」という諺通り、個人や金融機関はあれほど苦しめられた土地と株式にのめり込んでいる。人口減、高齢化、増税、社会保険負担増等により、日本の長期成長率はプラスを維持することも難しい状況に陥っている。長期成長率がマイナスもあり得るシナリオでは、株価収益率は10倍前後に低下しても不思議ではないし、土地の需要減によって、地価も下落していくだろう。80年代の利下げがバブル化を助長したのと同じことが、今またゼロ金利と量的緩和の長期化のもとで、不幸にも再現されようとしている。

足下と隔たりが大きい『短観』の設備投資計画

6月調査の日銀『短観』によると、大企業製造業の業況判断(「良い」-「悪い」、%)は18%と3月比4ポイント改善した。水準としては大企業製造業が最も高く、最低は中小企業非製造業の-12%である。大企業より中小企業が、業種では製造業より非製造業の業況判断は低い水準にある。全規模全産業の業況判断は1%と前期の-2%からは改善したが、先行きについては1%横ばいと慎重である。

大企業全産業の売上高は04年度の4.1%から05年度には2.1%と伸びは半減し、経常利益は21.2%から1.0%に大きく鈍化する見通しである。業績については全規模全産業もほぼ同じ傾向であり、経常利益は04年度比ほぼ横ばいにとどまる計画だ。05年度計画を上下期にわけてみると、下期の増益率が低下するにもかかわらず、増益率は上期のマイナスから下期にはプラスに回復する計画である。下期、経常利益の回復を見込んでいるが、設備投資は規模にかかわらず下期は悪化し、中小企業では大幅なマイナスとなり、全規模全産業では上期の前年比14.2%から下期は-2.1%に落ち込む見通しである。

鉱工業生産の資本財出荷(除く、輸送機械)は5月、前年比2.8%と昨年7月の21.7%をピークに大幅に減速しており、『短観』の設備投資計画のように上期2桁増などの拡大とはあまりにも掛け離れた傾向を示している。生産財の出荷も昨年12月以降、ほぼ前年を割れている半面、在庫は5月まで6ヵ月連続で増加しており、出荷が増加に転じる状況ではない。鉱工業生産の在庫調整も思わしくなく、大企業の売上高さえ『短観』の計画には届かないように思う。

週刊マーケットレター（05年7月11日週号）

2005年7月10日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

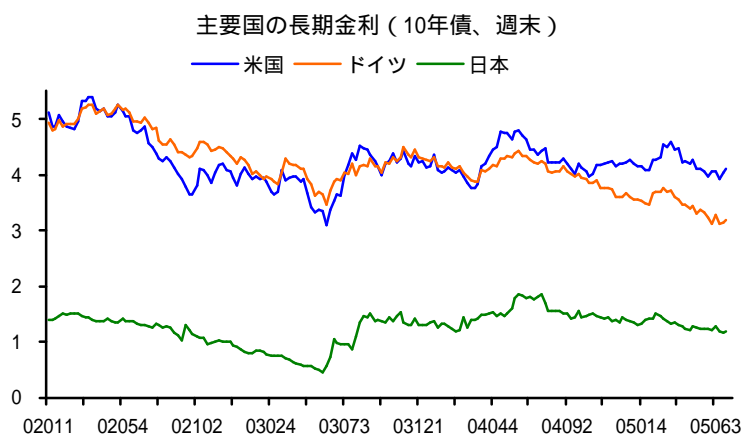
主要マーケット指標

為替レート	7月8日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	112.20(111.80)	107.30	108.30
ドルユーロ	1.1965(1.1955)	1.2235	1.2930
ドルポンド	1.7365(1.7680)	1.8235	1.8855
スイスフランドル	1.3005(1.2975)	1.2555	1.1985
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.05563(0.05563)	0.05438	0.05375
米国	3.56063(3.52875)	3.37938	3.13000
ユーロ	2.11300(2.11000)	2.11288	2.14125
スイス	0.74833(0.74667)	0.74833	0.77667
長期金利(10年債)			
日本	1.205(1.170)	1.235	1.360
米国	4.10(4.04)	3.93	4.47
英国	4.21(4.20)	4.20	4.68
ドイツ	3.18(3.15)	3.12	3.56
株 式			
日経平均株価	11565.99(11630.13)	11281.03	11874.75
TOPIX	1177.61(1181.80)	1148.54	1201.30
NY ダウ	10449.14(10303.44)	10476.86	10461.34
S&P500	1211.86(1194.44)	1194.67	1181.20
ナスダック	2112.88(2057.37)	2060.18	1999.35
FTSE100(英)	5232.2(5161.0)	5003.7	4983.60
DAX(独)	4597.97(4617.07)	4557.29	4400.68
商品市況(先物)			
CRB 指数	309.90(303.86)	303.73	304.32
原油(WTI、ドル/バレル)	59.63(58.75)	52.54	53.32
金(ドル/トロイオンス)	422.9(427.8)	424.7	426.9

世界景気の減速強まり債券相場の上昇続く

主要通貨に対してドルは強含みで推移するだろう。円ドル相場も年初の1ドル=102円から112円台まで円安ドル高が進行したが、日米の景況差からさらに円安ドル高が進むとみている。OECD発表の景気先行指数によると、日本の先行指数の落ち込み方が米国よりも大きくなっており、資金の流れは日本から米国へ向うはずだ。

5月のOECD景気先行指数が前年比0.1%減と03年5月以来の前年割れになったように、世界的に景気は弱く、株式よりも債券が選好され、主要国の債券利回りの低下傾向は続く

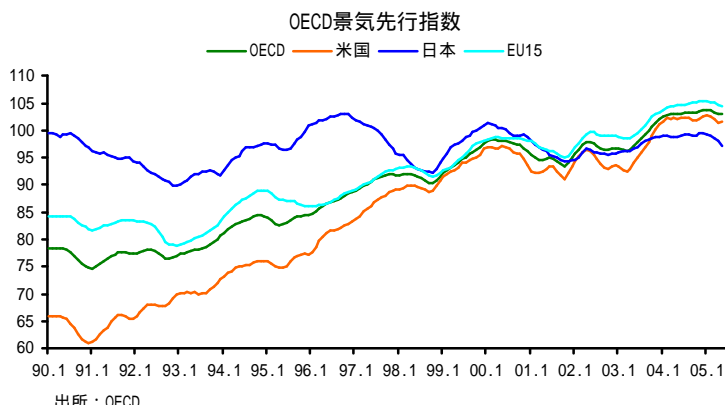


であろう。一方、景気に比べれば、株式は買われ過ぎの状況にあり、特に、日本の株式は実体経済との格差が拡大しつつあるように思う。不思議なほど値が保たれているが、横ばいの状態から上に抜ける可能性は薄く、下振れリスクは高まっている。

景気循環の位置から判

断しても株式ではなく債券への投資に妙味があることは確かなようだ。

先週末、米国の株式は雇用統計が景気の過熱も冷え込みも感じさせない点を好感して大幅に上昇したが、基本的には、株式の上昇力は乏しく、債券投資が運用成績を高める投資対象に相応しいのではないかと。債券の上昇に円安ドル高の為替益が加わり、米債は国内債で運用するよりも高い運用益を入手できる見通しである。



日本の債券利回りも景気の落ち込みを背景に、1%を割る水準まで低下する可能性が高い。日本の景気先行指数は昨年12月をピークに5ヵ月連続で前月を下回り、その間の下落率は2.4%と米国1.0%やEU0.8%よりも大きく、日本が世界経済減速の主因になろうとしている。

速の主因になろうとしている。

日本の景気先行指数は前年比では-1.8%と上昇率が3%台と低かったにもかかわらず、米国やEUより下落率は大きく、景気減速が相当進んでいることがわかる。しかもマイナスはITバブル期以来の4ヵ月連続となり、欧米に比較して、日本経済の先行き不安が一層深刻なことが窺える。こうした経済情勢を債券市場は織り込みつつあるが、マクロ経済に疎い株式市場は目先の美人投票に明け暮れているだけであり、ふと気づけば、景気は深刻な事態に陥っており、慌てて安値で処分売りをせざるを得なくなる場面に直面しそうである。

米政策金利は6月末、3.25%に引き上げられたが、昨年6月以降、9回に及ぶ利上げによって、外人の日本株買い越し額は急激に減少してきた。政策金利の引き上げは米株式相場を冷やし、ひいては海外株式投資余力を削ぐことにつながるからである。利上げは11月のFOMFまで継続の見通しであり、外人買いはさらに細ることになる。日本株を比較的長く持つ資金は途絶え、ネットによる超短期売買がますます蔓延する異常な市場に朽ち果てていくことになる。

機械受注弱く設備投資の冷え込み不安増す

5月の『機械受注』によると、民需（船舶・電力を除く）は前月比6.7%減と2ヵ月連続で減少した。非製造業（船舶・電力を除く）は1.5%と2ヵ月振りにプラスになったが、製造業が20.6%減と調査開始以来の落ち込みとなったからだ。製造業の悪化は、ウエイトの高い電気機械をはじめ化学工業や自動車工業の減少が影響している。なかでも電気機械は2ヵ月連続減と不振であり、一般機械の動向と合わせて考えると、製造業の設備投資は厳しい局面を迎えているといえる。前回のレポートで『短観』の設備投資計画は足下の数値と隔たりが大きいことを指摘しておいたが、『機械受注』によってもそのことが裏付けられた。

主力の電気機械は5月、前年比8.6%減と2ヵ月連続の前年割れとなり、四半期ベースでは昨年10-12月期以降、三四半期連続のマイナスになる見通しである。『短観』の電気機械の設備投資計画（ソフトウェア含む、土地除く）は04年度下期の前年比11.8%増から05年度上期は19.5%増へと拡大する計画である。最近の設備投資と機械受注の時間のずれはわずかであり、05年度上期、電気機械の設備投資が大幅に伸びるとは考えられない。

家計調査によると、5月の全世帯消費支出は前年比-1.8%と4ヵ月連続のマイナスと不振である。特に、非勤労者世帯は昨年9月以降、9ヵ月連続の前年割れだ。5月の現金給与総額（毎月勤労統計調査）が前年比0.4%と2ヵ月連続の増加となったが、勤労者世帯の消費もマイナスである。製造業の所定外労働時間は5月、3.3%減とマイナス幅は大きくなっており、給与の先行きも楽観できなくなっている。輸出の低迷に加えて、家計消費の減少が設備投資マインドを冷やすことになりそうである。

編集 発行 **ゲゼル研究会**

221- 0021 横浜市神奈川区子安通 3- 32 森野榮一 気付

Gesell Research Society Japan <http://grsj.org/> info@grsj.org

Gesell Research Society Japan all rights reserved 許可無く複製・再配布を禁ず