

# 人間の経済

第2期 第 **30** 号 (通巻108号) 2005年9月12日刊

## 目次

週刊マーケットレター (05年8月29日週号)

主要マーケット指標

米消費者マインドの悪化と住宅バブルの進行

人口、税制等改革の本丸を郵政民営化にすり替えた小泉首相の策略

週刊マーケットレター (05年9月5日週号)

主要マーケット指標

選挙と景気の踊り場脱却ではしゃぐ株式市場の盲点

楽観できない国内景気

週刊マーケットレター (05年9月12日週号)

主要マーケット指標

選挙に賭けた危うい相場

7 - 9月期の営業利益、減益の可能性高い

曾我純

# 週刊マーケットレター（05年8月29日週号）

2005年8月28日

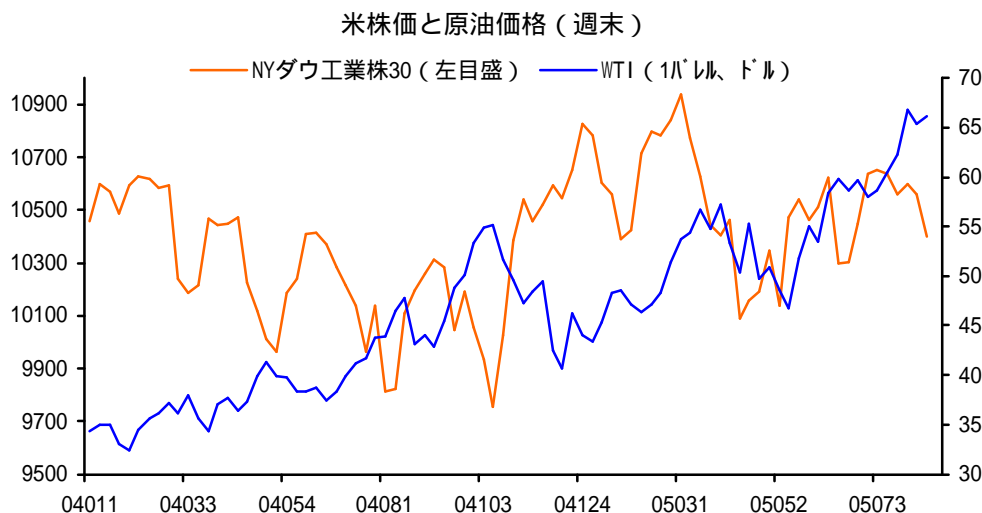
曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

## 主要マーケット指標

為替レート	8月26日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	110.20(110.45)	112.55	107.95
ドルユーロ	1.2290(1.2150)	1.2015	1.2510
ドルポンド	1.8010(1.7960)	1.7390	1.8205
スイスフランドル	1.2585(1.2745)	1.3000	1.2365
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.05625(0.05563)	0.05625	0.05438
米国	3.86000(3.82288)	3.66913	3.32000
ユーロ	2.13150(2.13213)	2.12738	2.12775
スイス	0.76000(0.76000)	0.75000	0.75000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.410(1.410)	1.260	1.240
米国	4.18(4.20)	4.23	4.07
英国	4.21(4.26)	4.30	4.36
ドイツ	3.14(3.19)	3.23	3.31
<b>株 式</b>			
日経平均株価	12439.48(12291.73)	11737.96	11027.94
TOPIX	1272.46(1250.50)	1189.01	1123.50
NY ダウ	10397.29(10559.23)	10579.77	10537.60
S&P500	1205.10(1219.71)	1231.16	1197.62
ナスダック	2120.77(2135.56)	2175.99	2071.24
FTSE100（英）	5228.1(5312.6)	5256.2	4994.9
DAX（独）	4783.80(4929.91)	4843.49	4436.60
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	317.10(315.18)	306.13	300.09
原油（WTI、ドル/バレル）	66.13(65.35)	59.20	51.01
金（ドル/トロイオンス）	437.4(437.2)	423.4	418.0

## 米消費者マインドの悪化と住宅バブルの進行

止まるところを知らない原油価格の高騰や過去最高を記録する住宅販売等を背景に、米株式市場は戸惑いを見せている。原油高によりガソリンをはじめエネルギー価格はさらに上昇していることから、高額所得者を除けば、家計は消費支出を見直す必要に迫られているといえる。8月のミシガン大学消費者心理指数（確報値）は速報値（92.7）を下回る89.1となり、前月比7.4ポイントの大幅減となった。世界最大のエネルギー多消費国の米国にとっては、天井知らずの原油価格の値上がりは消費者マインドを冷やしていることは間違いない。いままでのところ、雇用の改善から消費支出は堅調に推移しているが、エネルギー価格の上昇は企業収益にも悪影響を及ぼし、これまでのように雇用を増やす方針を見直すかもしれない。そうなれば、消費は低迷し、さらに企業収益を悪化させることになるだろう。



こうした不安が取り除かれなければ、米株式を本格的に買うことはできないはずだ。

7月の米新築住宅販売戸数が141万戸、前年比27.7%増と過去最高を更新したことも住宅バブルが膨らんでいることを窺わせ、株式市場参加者の心理を冷やしている。04年は120.3万戸、前年比10.8%増と2桁増を記録したが、今年の勢いはさらに強く、不動産市場のバブル化進行をあらわしている。政策金利の引き上げによって短期金利は上昇しているが、長期金利は4%台前半で推移していることから、住宅向け資金需要は強い。長短金利の接近により銀行の利鞘は薄くなっているが、不動産市場のバブルが弾け、調整局面に入れば、その影響は家計だけでなく銀行にもおよび「調整はやさしいものでない」(FRB グリーンズパン議長、26日)ことを肝に銘じておかなければならない。

## 人口、税制等改革の本丸を郵政民営化にすり替えた小泉首相の策略

郵政民営化を選挙の最大の争点に据えることで、国民の目をそちらにそらし、勝利をも

くろむというのが小泉首相の戦略である。だが、国民の目は節穴ではなく、取り組まなければならない重要課題はほかにあることを知っている。問題のすり替えやレトリックだけでは、国民の信任を得ることはできないと思う。

23日、厚生労働省が6月の「人口動態統計速報」を公表した。それによると、6月の人口は前年を5万人下回り、3ヵ月連続の前年割れである。出生数は前年を下回る一方、死亡数は増加しているからだ。出生数と死亡数の傾向から日本の人口は政府の予想よりも早く、すでに減少基調にはいったようである。10年後の2015年には現状よりも約300万人減少しているだけでなく、65歳以上の人口は全体の26%超となり、人口問題は日本経済に大きな影を投げかけるだろう。出生率の低下等から人口減社会に突入することは前々からわかっていたことだが、政府はその問題に積極的に取り組まず、放置していたつけがこれから日本経済を長期的に苦しめることになるだろう。

2015年までの10年間で15歳未満の人口が300万人、15歳～64歳が730万人それぞれ減少する半面、65歳以上が700万人以上増加することになる。こうした現役世代の減少が経済成長を妨げる要因となるが、GDPが減少する状況で、著しく増大する退職者の年金をまかなわなければならないことになる。医療費も増加し続けることになるが、健康保険は持続可能なのだろうか、政治はこれらの身近な問題に答える必要がある。

政府は増税路線を敷いているが、1%に満たないすれすれの成長を続けている不安定な状態で増税すれば、どのような結果になるか目に見えている。マイナス成長になれば、年金問題等、従来以上に処置に窮する問題が社会のあちこちに噴出し、收拾がつかなくなるだろう。

05年度の一般会計予算82.1兆円のうち34.3兆円が国債でまかなわれる予定だが、これほどの借金をしなければ予算が立てられないにもかかわらず、改革の本丸といえる国の歳出を減らすことができずして、構造改革などといえるのだろうか。増税かどうか言う前に公平に税を徴収しているかどうか問われねばならない。昔から指摘されているクロヨン（勤労者の所得は9割、自営業者は6割、農業は4割しか捕捉されていないことを指している）等の問題にメスを入れ、不公平税制を改革することなどが最優先課題であろう。郵政民営化を改革の本丸に位置付け、真の改革に手付かずの状況が、日本経済を閉塞状態に陥らせようとしている。

## 週刊マーケットレター（05年9月5日週号）

2005年9月4日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

### 主要マーケット指標

為替レート	9月2日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	109.85(110.20)	111.45	108.30
ドルユーロ	1.2530(1.2290)	1.2190	1.2270
ドルポンド	1.8435(1.8010)	1.7705	1.8160
スイスフランドル	1.2290(1.2585)	1.2765	1.2505
<b>短期金利(3ヵ月)</b>			
日本	0.05688(0.05625)	0.05563	0.05375
米国	3.76100(3.86000)	3.72000	3.35000
ユーロ	2.13000(2.13150)	2.13000	2.11700
スイス	0.76000(0.76000)	0.75833	0.75000
<b>長期金利(10年債)</b>			
日本	1.325(1.410)	1.360	1.220
米国	4.03(4.18)	4.33	3.89
英国	4.13(4.21)	4.37	4.23
ドイツ	3.05(3.14)	3.33	3.20
<b>株 式</b>			
日経平均株価	12600.00(12439.48)	11940.20	11280.05
TOPIX	1282.79(1272.46)	1209.19	1148.85
NY ダウ	10447.37(10397.29)	10683.74	10553.49
S&P500	1218.02(1205.10)	1244.12	1204.29
ナスダック	2141.07(2120.77)	2218.15	2097.80
FTSE100(英)	5326.8(5228.1)	5327.5	5005.0
DAX(独)	4837.81(4783.80)	4932.87	4532.17
<b>商品市況(先物)</b>			
CRB 指数	331.35(317.10)	317.57	304.16
原油(WTI、ドル/バレル)	67.57(66.13)	61.89	53.63
金(ドル/トロイオンス)	444.2(437.4)	431.9	422.7

## 選挙と景気の踊り場脱却ではしゃぐ株式市場の盲点

欧米の株式相場は足踏みしているが、日本の株価は年初来高値を更新し、好調そのものである。8月の東証1部の月間売買代金、売買高はいずれも過去最高を更新、株式流通市場はバブル期を上回る活況を呈している。8月8日の衆議院解散・総選挙の決定と政府の景気の踊り場脱却表明を契機に活発になった外人の大量買いが（8月、約2兆円の買い越し）、日経平均12,000円突破の原動力となった。

新聞社各社による衆院選の世論調査によると、いずれも自民党圧勝の結果がでていることから、株式市場はさらに強気に傾くかもしれない。だが、株式価値を決める最大の要因である利益に目を向けると、宴にいつまでも酔いしれているわけにもいかないのではないか。9月1日、日経新聞が集計した上場企業の4-6月期の当期純利益は、全産業（新興3市場、金融などを除く1,354社）で前年比5.7%減少したが、下期の業績回復を見込んで06年3月期は15.1%の増益を予想している。だが、原油の高騰や鉱工業生産の減速、輸出の低迷等により、このような2桁増益が可能かどうか慎重に見極める必要がある。

株価を1株利益で割った日経平均株価の株価収益率（PER）は05年3月期の利益を基に計算すると、9月2日現在、23.25倍になるという。それが、06年3月期の予想利益では18.22倍に低下すると計算されている。ということは、06年3月期の当期純利益の伸びを3割近くに想定しているのである。日経新聞の集計結果に基づけば、企業構成が異なるとはいえ、日経平均株価のPERがこれほど低下することはなく、せいぜい予想でも20倍程度が妥当なところであろう。下期の利益は大幅増益を想定しているが、場合によっては増益どころか減益に陥るかもしれない、現状の株価上昇は業績面を無視した投機色の強い相場と言わざるを得ない。

## 楽観できない国内景気

日本の景気の鍵を握る輸出が冴えない。7月の輸出数量指数は前年比0.8%減少し、7月までのうちプラスは3月、6月の2回にすぎない。7月は米、EU、アジア向け輸出のすべてが前年割れとなり、世界的に景気が不透明になりつつある。予想を上回る原油高がじわじわ世界経済を蝕んできており、日本の輸出も振るわない状況が続きそうである。

原油高により金額ベースの輸入は輸出の伸びよりも高く、7月の出超額は前年比22.9%減少した。一般機械、自動車の輸出の伸びが前年比+2.0%、+0.5%に減速したほか、電気機械が半導体等の不振により1.3%減少した。他方、原油等の輸入が+48.6%と急増したため、輸入は11.7%増と4ヵ月連続の2桁増となった。

原油価格が一段上昇していることから、輸入はさらに増大する一方、世界景気の低迷から輸出の伸びは鈍化し、出超額の減少は続くだろう。出超額の減少はドル売り円買い圧力を弱め、ドル高円安の流れを強めるはずだ。ハリケーンの影響を懸念し、米国の金利は長期だけでなく短期も低下し、円ドル相場はやや円高ドル安に振れたが、円安ドル高基調は崩れていないように思う。

輸出の低迷に加え、消費支出（勤労者世帯）も7月、前年比 3.6%の減少となり、需要は弱含みである。7月の鉱工業生産指数は前年を 2.2%下回る一方、在庫は 5.0%増加し、生産指数が回復するような状況ではない。予測によると8月、9月はそれぞれ前月比 2.3%増加する見通しだが、在庫、在庫率の動向から判断するならば、予想を下回る可能性が大きい。

在庫率は前年比 7.5%増加したが、過去の上昇局面では 15%から 20%でピークアウトしており、今回も年末前後まで上昇する見通しである。その間、生産は減少し、製造業の企業収益は落ち込むことになり、下期に業績回復するという今期 2 桁増益プランの現実性は薄いといえそうだ。

輸出の鈍化が響いて一般機械の生産指数は7月、前年比 2.1%減と 02 年 8 月以来 35 ヶ月振りのマイナスとなった。電子部品・デバイス工業の生産は前年比 5.6%減と 10 ヶ月連続のマイナスだが、マイナス幅は 2 ヶ月連続で縮小した。当該部門も輸出との相関性が強く、最終消費地である米国の需要に左右されることになりそうである。

7月までの米国の消費は堅調であり、8月の非農業部門雇用者も順調に拡大しているが、エネルギー価格の急騰やハリケーンによる消費の落ち込みが予想され、その影響は日本の機械や半導体の生産にも及ぶだろう。なにしろ、米国の個人消費（8.66 兆ドル、05 年 4 - 6 月期、名目年率）は巨額であり、1%の変化でさえも世界の生産や稼働率に大きな影響与えるからだ。

# 週刊マーケットレター（05年9月12日週号）

2005年9月11日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

## 主要マーケット指標

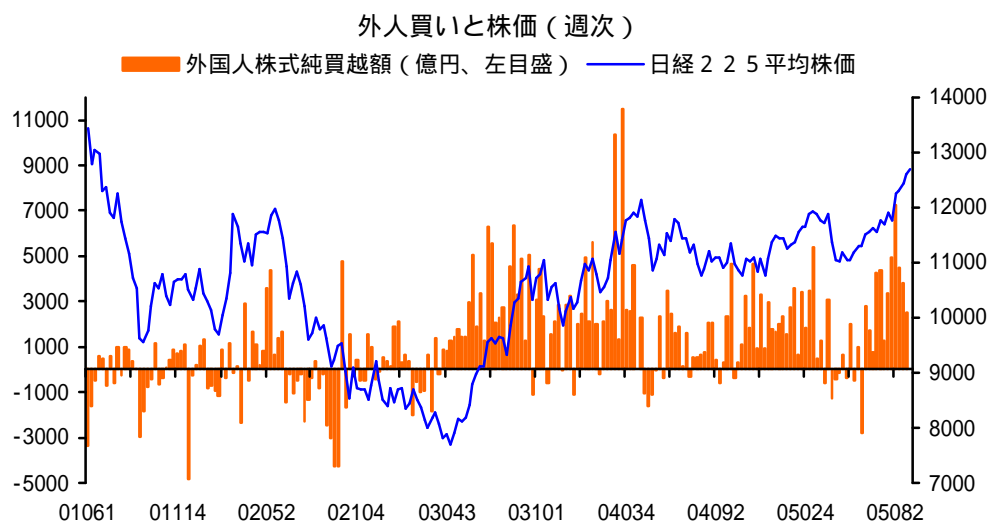
為替レート	9月9日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	109.75(109.85)	111.90	107.45
ドルユーロ	1.2405(1.2530)	1.2370	1.2230
ドルポンド	1.8395(1.8435)	1.7865	1.8205
スイスフランドル	1.2435(1.2290)	1.2595	1.2550
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.05750(0.05688)	0.05563	0.05438
米国	3.85000(3.76100)	3.78000	3.39000
ユーロ	2.13363(2.13000)	2.13488	2.11194
スイス	0.76000(0.76000)	0.76000	0.75000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.340(1.325)	1.405	1.220
米国	4.12(4.03)	4.40	3.94
英国	4.15(4.13)	4.39	4.23
ドイツ	3.04(3.05)	3.37	3.12
<b>株 式</b>			
日経平均株価	12692.04(12600.00)	11900.32	11160.88
TOPIX	1293.35(1282.79)	1206.27	1138.75
NY ダウ	10678.56(10447.37)	10615.67	10503.02
S&P500	1241.48(1218.02)	1231.38	1200.93
ナスダック	2175.51(2141.07)	2174.19	2076.91
FTSE100（英）	5359.3(5326.8)	5363.7	5009.2
DAX（独）	5005.93(4837.81)	4909.48	4562.75
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	323.32(331.35)	314.67	304.18
原油（WTI、ドル/バレル）	64.08(67.57)	63.07	54.28
金（ドル/トロイオンス）	449.0(444.2)	434.2	424.2



## 選挙に賭けた危うい相場

日経平均株価は先週も値上がりし、これで8月8日の解散・総選挙宣言から914円、率にして7.8%も上昇した。同期間、東証1部株価指数は8.5%増と日経平均株価の上昇率を上回った。なかでも、大型株指数(9.2%)は中型株指数(8.2%)、小型株指数(6.9%)、2部(6.5%)よりも上昇率が高く、外人主導の物色が色濃くあらわれている。NYダウ、ナスダック総合、FTSE100等の海外の主要株価指数はほぼ横ばいに近い値動きにとどまっており、日本の株価指数の値上がりが際立っている。

今日投票の衆議院選挙において、反対議員を切り捨て郵政民営化一本槍で押した自民党が、単独過半数を獲得することを株式相場は完全に織り込んでしまったと見ていいだろう。



う。

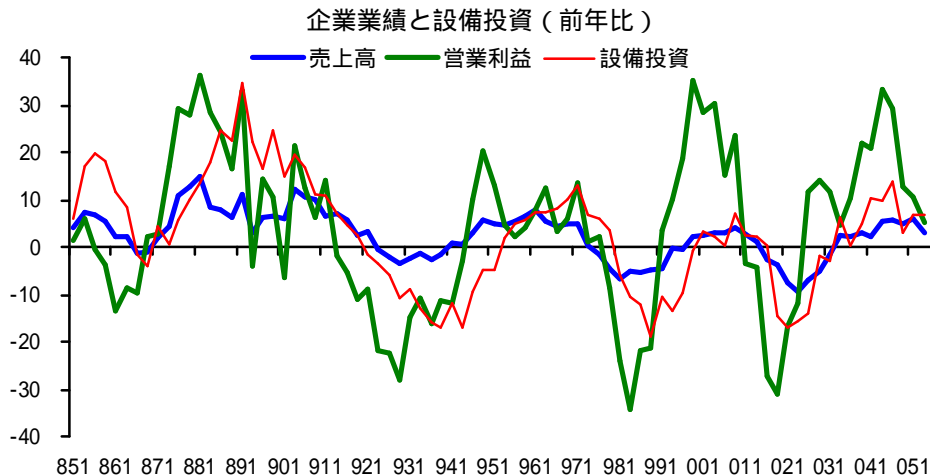
国民の多くは小泉首相のワイドショーに惹きつけられて、他党の存在感が失せてしまったような感じを受けるからだ。内容などは分かるべくもなく、表面の感じだけをたよりに投票せざるを得ない国民にとって、郵政民営化賛成か反対の二者択一は分かりやすく、他党がそれよりもさらに分かりやすく、国民を惹きつけるテーマを提示できなければ、小泉自民党に勝つことはできないだろう。外人投資家は、これで、おそらく小泉政権は延長され、株式の評価はさらに高まるだろうと読んで、大幅な買い越しにでたのだと思う。

ただ、景気や企業業績を反映した買いではなく、単に、選挙結果に賭けた相場であるだけに、相場は不安定で危ういはずだ。先週末の長期金利は1.34%、8月8日に比べれば0.07%低下しており、景気が上向いているような動きはしていない。円ドル相場は2円45銭円高ドル安に振れているが、日本の景気よりも米国の景気や金融政策の動き方の影響が強く、国内景気を反映しているとはいえない。自民党の勝ちに賭けた相場だけに、よほ

どの議席獲得でないかぎり、いまの水準を維持することは難しいだろう。

## 7 - 9 月期の営業利益、減益の可能性高い

4 - 6 月期の『法人企業統計』によると、売上高は前年比 3.0%と前期の 6.0%から大きく落ち込んだ。02 年 4 - 6 月期の 9.2%減を底に回復してきた売上高も 11 四半期目をピークに鈍化する気配が濃厚である。前回 IT バブル期も 11 四半期目にピークアウトしていることなどを参考にすれば、循環的に下がる方向にあると見ておいたほうがいいだろう。売上の減速に歩調を合わせて営業利益は前年比 5.2%と 04 年 4 - 6 月期の 33.5%をピークに急速に低下してきた。販管費は前年を下回ったが、原材料費の上昇などで売上原価が売上の伸びよりも高くなり、営業利益の伸びを下げた。7 - 9 月期以降、原油高等によるコストアップはさらに顕在化する見通しであり、7 - 9 月期の営業利益は 13 四半期ぶりに減益にな



出所：財務省

るかもしれない。

設備投資（ソフトウェアを除く）は前年比 6.7%と前期並みのプラスを維持しているが、売上の減速を感じ取り、数四半期後には前年を下回ることになる。企業規模別に設備投資をみると、中小企業は 6.8%減と 3 四半期連続のマイナスとなり不振だが、中堅企業は 5.1%と 4 四半期連続のプラス、大企業は 14.9%と設備投資に積極的であり、2 四半期連続の 2 桁増を示した。

このような規模別設備投資は規模別売上高の相違を映し出しているのである。4 - 6 月期の中小企業の売上高は前年比 1.8%増に低下したほか、中堅企業は -1.1%と 3 年ぶりのマイナスに転じた半面、大企業は 6.0%と依然高い伸びを維持しているからである。

人件費は売上高の伸びを下回っており、そのことが利益の源泉になってきていたが、売上の伸びが低下してくると、人件費の僅かな伸びでさえも収益を圧迫することになる。7

- 9月期以降の売上の動向が収益や設備投資の帰趨を決めることは間違いない。

7月の小売売上高（商業販売統計）は前年比 0.6%増加したが、原油高による燃料関連の売上増加によるところが大きく、全体的には売上は思わしくない。『家計調査』によれば、7月の全世帯消費支出は前年比 4.0%減と2月以降6ヵ月連続の前年割れだ。国内消費の低迷が企業収益を悪化させつつあるように思う。企業収益の動向を無視した相場は長続きしない。

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](mailto:info@grsj.org)

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