

週刊マーケットレター（07年2月19日週号）

2007年2月18日

曾我 純

主要マーケット指標

| 為替レート | 2月16日（前週） | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
|-------------------|--------------------|----------|----------|
| 円ドル | 119.40(121.65) | 120.65 | 118.20 |
| ドルユーロ | 1.3135(1.3005) | 1.2920 | 1.2795 |
| ドルポンド | 1.9500(1.9505) | 1.9615 | 1.8885 |
| スイスフランドル | 1.2345(1.2485) | 1.2485 | 1.2475 |
| 短期金利（3ヵ月） | | | |
| 日本 | 0.58563(0.53813) | 0.62375 | 0.50188 |
| 米国 | 5.36000(5.36000) | 5.36000 | 5.37500 |
| ユーロ | 3.82763(3.80700) | 3.74700 | 3.59788 |
| スイス | 2.21167(2.20667) | 2.14917 | 1.90667 |
| 長期金利（10年債） | | | |
| 日本 | 1.690(1.690) | 1.740 | 1.690 |
| 米国 | 4.69(4.78) | 4.75 | 4.66 |
| 英国 | 4.88(4.96) | 4.89 | 4.57 |
| ドイツ | 4.04(4.09) | 4.04 | 3.76 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 17875.65(17504.33) | 17202.46 | 16163.87 |
| TOPIX | 1774.53(1745.09) | 1703.54 | 1582.04 |
| NY ダウ | 12767.57(12580.83) | 12582.59 | 12305.82 |
| S&P500 | 1455.54(1438.06) | 1431.90 | 1399.76 |
| ナスダック | 2496.31(2459.82) | 2497.78 | 2449.06 |
| FTSE100（英） | 6419.5(6382.8) | 6215.7 | 6254.9 |
| DAX（独） | 6957.07(6911.11) | 6716.82 | 6443.02 |
| 商品市況（先物） | | | |
| CRB 指数 | 306.71(305.19) | 287.21 | 304.85 |
| 原油（WTI、ドル/バレル） | 59.39(59.89) | 51.21 | 56.26 |
| 金（ドル/トロイオンス） | 668.8(667.5) | 624.6 | 620.6 |

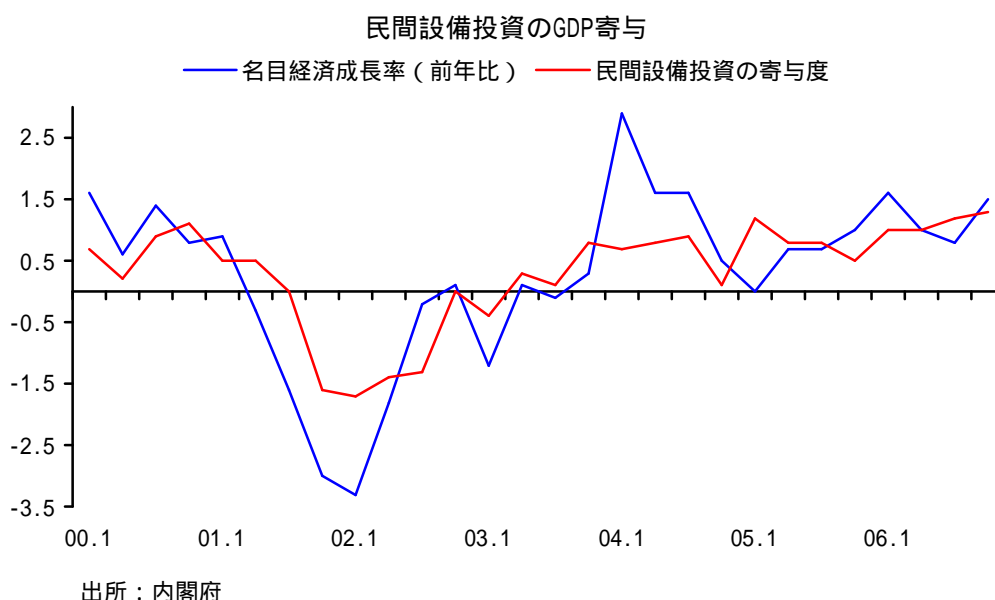
設備投資への依存を強める日本経済

GDP 統計への期待から日本株は買われ、日経平均株価は昨年来高値を更新した。確かに、昨年 10-12 月期の名目経済成長率は前期比 1.2%増加し、今回の景気拡大過程で最大の伸びとなり、これを文字通り受け取れば、日本経済は米国や EU よりも好調であると言える。だが、7 - 9 月期が前期比-0.1%に下方修正されており、7 - 12 月期の半期でとらえてみると、0.5%程度の成長となり、取り立てて景気の足取りが確かになっているわけではない。

10-12 月期の消費は前期比 0.7%増加したが、7 - 9 月期は 0.9%も減少しており、均せば

マイナスになり、10-12月期は4 - 6月期のレベルに達していない。一方、民間企業設備は前期よりも1.1ポイント高い2.3%も増加し、GDPに対する寄与度は0.4%と消費と同じである。

05年8月に政府は景気の踊場脱出の宣言をしたが、05年7 - 9月期の名目GDPは前期比0.2%と4 - 6月期の0.5%から低下しており、实体经济の勢いは弱くなっていたのである。特に、消費は05年4 - 6月期の前期比0.7%から10-12月期には0.1%まで低下しており、失速状態であった。今回の消費回復も前期マイナスの反動であり、基調は弱々しく、07年1 - 3月期はまた落ち込むだろう。好調な輸出が設備投資を誘発し、設備投資部門の拡大によって、景気は維持されている。いまのような景気が持続するかどうかは、設備投資がこれからも堅調に推移するかどうかにかかっている。



名目GDPの前年比伸び率は1.5%と前期を0.7ポイント上回ったが、ウエイトの大きい消費は0.4%にすぎず、民間企業設備が10.1%と97年1 - 3月期以来、約10年ぶりの高い伸びとなり、これだけで名目GDPを1.3%引き上げた。機械受注のうち船舶・電力を除く民需は昨年10-12月期、前年比マイナスになり、資本財出荷（輸送機械を除く）も伸びが鈍化するなど、設備投資はピークアウトしたと考えられる。日本経済のエンジンの役割を果たしていた設備投資の悪化は直ちに景気の失速に結びつく。

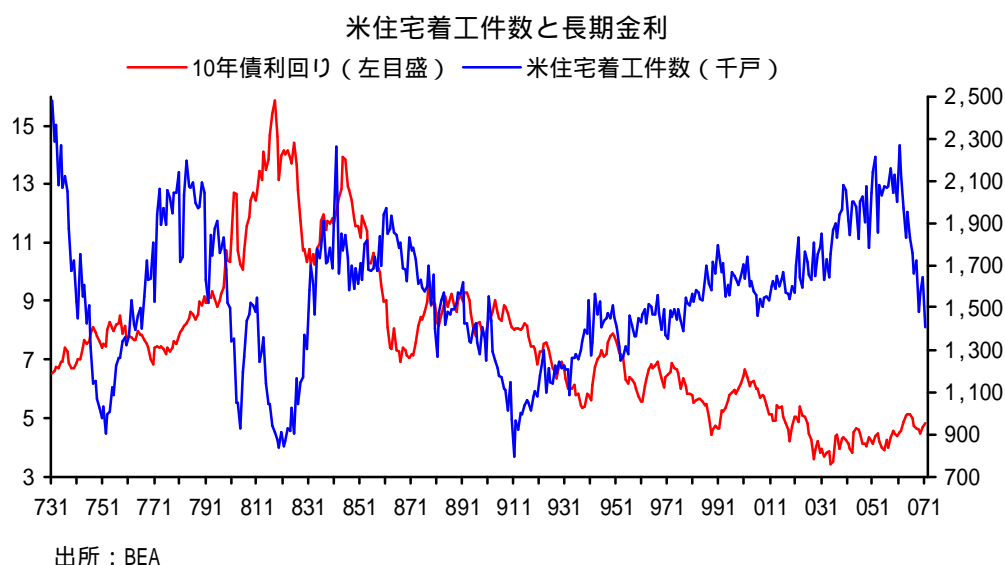
暦年の名目成長率も05年は0.6%と04年の1.6%から減速し、06年は1.2%へと戻した。消費は04年に0.9%と3年ぶりのプラスに転じたが、その後、伸び率は2年連続で低下し、06年は0.6%増加しただけである。名目GDPの56.8%（06年）を占める消費がこのように伸び悩んでいるようでは、これからの成長率は政府の想定しているような高成長はとて無理で、せいぜい1%前後の伸びが確保できるかどうかといったところだろう。

今回の景気拡大期において、家計部門が低迷から抜け出せず、企業部門だけが好調なこ

とは、GDPの部門別増加にはっきりでている。景気の谷である02年1-3月期から06年10-12月期までに名目GDPは20.2兆円増加したが、消費の+6.5兆円に対して設備投資は15.9兆円も増加している。設備投資は企業間の取引であるから、企業収益への寄与度は大きい。輸出増に基づく設備投資の拡大はGDPに占めるその比率を高め、景気変動を激しくすることになる。06年の設備投資・GDP比率は15.6%と02年から2.3ポイントも上昇した。因みに、06年の米国は10.5%と日本よりも5.1ポイントも低く、この点が日米経済の最大の違いといえるだろう。「構造改革」が叫ばれているが、消費のウエイトが低く、設備投資のウエイトが高いという日本経済の構造はほとんど変わっていない。言葉だけが踊っているだけで、日本経済の実態は言われているほど変化していないのである。

消費等の変調で不安広がる米国経済

米国経済が想定よりも下振れするような指標が発表されたため、ドルは主要通貨に対して売られた。FRBの07年の経済見通しによれば、実質GDPは2.5%~3.0%（10-12月期の前年比）へと昨年7月時点の予測（3.0%~3.25%）を下方修正した。昨年10-12月期は前期比年率3.5%増加したが、07年はこのような速度を維持するのは難しいと判断しているようだ。



1月の小売売上高は前月比横ばい、前年比では2.3%に急低下しており、消費の状況は変わりつつある。1月の住宅着工件数が予想よりも悪い140.8万戸に落ち込んだことも、これからの消費に影響するだろう。戸数では97年8月以来の低い水準だが、ピークは06年1月であり、まだ悪くなってから1年しか経過していない。過去のデータから住宅不況が1年で終息したケースは見当たらず、しかも不況のときはいずれも100万戸を下回っており、現状はまだその水準よりもかなり高い。住宅は06年1月まで15年もの長期にわたり好調を維持していただけに、不況からの脱出にも時間が掛かりそうだ。

1月の鉱工業生産も前月比-0.5%と2ヵ月ぶりのマイナスとなり、前年比では2.6%と昨年9月の6.0%から大幅に低下した。ハイテク関連は高い伸びを維持しているが、他は総じて急激に低下しており、消費や住宅の影響が生産部門におよんでいるようにも思える。貿易赤字幅は依然大きい、石油関連製品の輸入減などから、赤字額は12月まで4ヵ月連続で改善した。輸入は昨年5月の前年比16.6%から12月には3.2%に低下しており、米国の需要は弱くなっている。

米国景気の減速の度合いが強まれば、日本を始め世界景気にも悪影響することは避けられない。経済指標の表面だけを見て、外人に釣られて高値を追いかけていけば、「ばば」を？まされることになる。設備投資という1本のつかい棒で支えられている日本経済ほど不安定なところはない。くわばらくわばら。