

週刊マーケットレター（05年10月31日週号）

2005年10月30日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

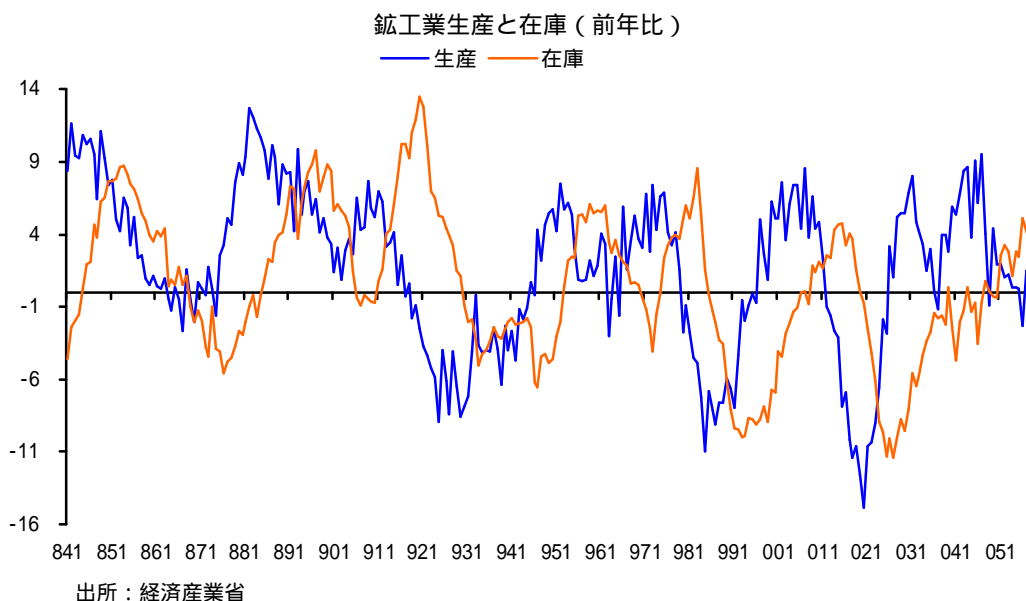
為替レート	10月28日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	115.70(115.90)	113.10	112.10
ドルユーロ	1.2070(1.1950)	1.2035	1.2140
ドルポンド	1.7740(1.7675)	1.7675	1.7555
スイスフランドル	1.2805(1.2925)	1.2935	1.2855
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.06250(0.063750)	0.06188	0.05625
米国	4.25000(4.20000)	4.02038	3.69313
ユーロ	2.25550(2.18575)	2.14888	2.12813
スイス	0.84000(0.82000)	0.77000	0.75000
長期金利（10年債）			
日本	1.510(1.505)	1.440	1.300
米国	4.57(4.38)	4.25	4.19
英国	4.37(4.36)	4.27	4.29
ドイツ	3.41(3.23)	3.11	3.22
株 式			
日経平均株価	13346.54(13199.95)	13435.91	11858.31
TOPIX	1419.84(1385.37)	1401.47	1201.72
NY ダウ	10402.77(10215.22)	10473.09	10705.55
S&P500	1198.41(1179.59)	1216.89	1243.72
ナスダック	2089.88(2082.21)	2155.40	2198.44
FTSE100（英）	5213.4(5142.1)	5494.8	5270.3
DAX（独）	4825.64(4838.40)	5048.74	4892.50
商品市況（先物）			
CRB 指数	322.13(322.51)	333.33	310.53
原油（WTI、ドル/バレル）	61.22(60.63)	66.35	59.94
金（ドル/トロイオンス）	473.0(467.0)	469.7	427.4

消費の低迷や輸出の伸び悩みで生産もたつく

9月の鉱工業生産指数は前月比+0.2%と2ヵ月連続で増加したが、在庫も+1.0%と3ヵ月連続の増加となり、在庫が生産の重しとなっている。在庫指数は04年7月を底に上昇しており、約3年半ぶりの高い水準に上昇した。生産指数は2ヵ月連続増となったが、7-9月期では前期比-0.3%と2四半期連続の低下となり、生産は低迷から抜け出せず、在庫水準の高さが、これからの生産の拡大を阻むであろう。10月、11月の生産は前月比2.4%、1.9%それぞれ増加する見通しだが、弱い国内需要や輸出の伸び悩みによって、実現の可能性は

低いとみている。

鉱工業生産指数の前年比伸び率は1.0%と2月以降は最高でも1.5%であり、7 - 9月期では前年比横ばいに低下した。9月の在庫指数は前年比3.4%と2ヵ月連続で低下し、ピークアウトしたようにも思える。在庫がこのように前年水準を上回っているときには、生産の前年比伸び率は下降過程にあるか、すでに大きく落ち込んでいるかのどちらかである。それが、今回の場合には生産は7月、小幅な落ち込みを経験しただけで、8月以降はプラスに転じるという、異例のパターンとなっている。



生産を前年比プラスにしたのは電子部品・デバイス工業であり、5月のマイナス9.0%を底に、9月は7.2%に回復、これだけで9月の生産指数を0.8ポイント引き上げた。7 - 9月期でも1.1%と4四半期ぶりのプラスとなり、電子部品・デバイス工業は回復しつつあるように受け取れるが、最近発表の中間決算によると、日本の半導体関連企業や半導体部門の業績は減益や赤字に陥っている。競争が激しく、生産は増加しても価格下落に見舞われ、利益をだすことができなかつたようである。

鉱工業生産が振るわないひとつの理由に、輸出（数量指数）が伸び悩んでいることを挙げることができる。9月の輸出は前年比1.2%と2ヵ月連続のプラスだが、昨年の2桁増とは比べるべくもなく、水面を出たり入ったりしている。米国への輸出はほぼプラスだが、EUは1月以降、9ヵ月連続のマイナス、アジアもマイナス月が大半を占めており、全体の輸出を低調なものにしている。

国内需要の足取りがはっきりしないことも、生産が前年水準を幾分上回る程度に止めている要因なのであろう。9月の小売業販売額は前年比0.1%と4月の3.8%をピークにやっとプラスを維持できるほどに伸びは低下してきた。かろうじてプラスになっているのは、原油高による燃料小売業の売上増によるものであり、その他の主要小売業はすべて前年割れ

である。

家計調査によると、9月の勤労者世帯の消費支出は前年比-0.9%と4月以降6ヵ月連続のマイナスとなった。実収入（世帯主、配偶者の収入等をすべて含む）は5ヵ月連続、可処分所得は3ヵ月連続の前年割れとなり、消費の決め手である所得が悪化している。7 - 9月期では実収入と可処分所得は3.3%、3.2%それぞれ減少したことが、消費支出を2.1%引き下げた。

9月の実収入を五分位階級別にみると、低所得ほどマイナス幅が大きく、最高位の前年比1.9%減に対して最低は9.5%も減少している。低所得層ほどマイナス幅は拡大しており、所得格差は拡大しつつある。だが、9月の消費支出がマイナスになったのは、高所得の不振によるものであり、下位2階級はプラスであった。

9月の非農林雇用者は前年比101万人増加し、こうした雇用の改善が消費を支えるように考えられるが、実際の消費はマイナスなのである。雇用は景気に遅行するという法則からすれば、先行き消費を阻害する要因なども加わり、家計の消費行動は正しい選択をしているといえそうである。

金利上昇に耐え得る資産運用の構築へ

7 - 9月期の米GDPは実質前期比年率3.8%と前期を0.5ポイント上回った。ハリケーン等の影響があらわれ減速すると予想されていたが、個人消費支出が前期よりも高い3.9%も伸びたことにより、それだけでGDPを2.7%引き上げた。民間設備投資は6.2%増と前期よりも2.6ポイント低下、寄与度は0.7%にとどまった。GDPの価格指数は3.1%と前期を0.5ポイント上回ったが、1 - 3月期と同じ伸びであり、原油価格が高騰しているわりには落ち着いているといえる。輸入価格は上昇しているが、耐久消費財や設備投資関連が引き続きマイナスとなり、価格指数の伸びを押さえている。

名目GDPは前年比6.5%伸びており、長期金利を上回っている。実物経済のほうが貨幣経済よりも利益率が良いのである。実物経済に資金が流入し、長期金利が上昇していくことになるのだが、長期金利の上昇速度は緩やかである。11月1日のFOMCでFRBは政策金利を4.0%に引き上げ、年内最後（12月13日）のFOMCでも0.25%の上げがあるだろう。GDPの予想を上回る伸びにより、長短金利差が縮小していた金利体系はやや修正されるかもしれない。

10月のユーロ圏CPIは前年比2.5%と高止まりしており、ECBも政策金利を引き上げるに違いない。日本の量的緩和解除も数ヵ月以内には実行される見通しであり、世界的な低金利政策に終止符が打たれることになる。向こう半年のあいだに、各国の金利引き上げの強弱感により、ヘッジファンド（04年で9,500億ドルの残高）を中心とした資金運用に変化が生じ、その影響は為替はもとより債券、株式市場におよび、相場の変動は激しくなるような気がする。（来週は休刊です）