

# 週刊マーケットレター（07年1月8日週号）

2007年1月7日

曾我 純

## 主要マーケット指標

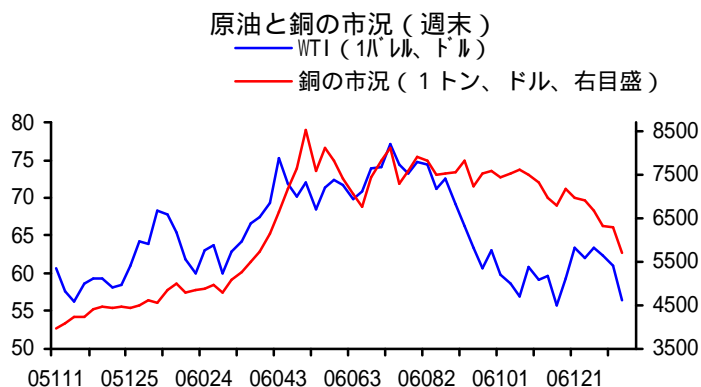
| 為替レート             | 1月5日（前週）           | 1ヵ月前     | 3ヵ月前     |
|-------------------|--------------------|----------|----------|
| 円ドル               | 118.60(119.05)     | 114.85   | 117.70   |
| ドルユーロ             | 1.3000(1.3195)     | 1.3315   | 1.2695   |
| ドルポンド             | 1.9305(1.9575)     | 1.9745   | 1.8785   |
| スイスフランドル          | 1.2355(1.2185)     | 1.1915   | 1.2525   |
| <b>短期金利（3ヵ月）</b>  |                    |          |          |
| 日本                | 0.59000(0.56750)   | 0.52750  | 0.42625  |
| 米国                | 5.36000(5.36500)   | 5.35000  | 5.36813  |
| ユーロ               | 3.73313(3.72313)   | 3.64288  | 3.46675  |
| スイス               | 2.14333(2.10250)   | 1.96417  | 1.83000  |
| <b>長期金利（10年債）</b> |                    |          |          |
| 日本                | 1.710(1.675)       | 1.605    | 1.730    |
| 米国                | 4.64(4.70)         | 4.44     | 4.60     |
| 英国                | 4.80(4.74)         | 4.50     | 4.52     |
| ドイツ               | 3.97(3.95)         | 3.67     | 3.71     |
| <b>株 式</b>        |                    |          |          |
| 日経平均株価            | 17091.59(17225.83) | 16265.76 | 16449.33 |
| TOPIX             | 1675.33(1681.07)   | 1598.89  | 1633.20  |
| NY ダウ             | 12398.01(12463.15) | 12331.60 | 11866.69 |
| S&P500            | 1409.71(1418.30)   | 1414.76  | 1353.22  |
| ナスダック             | 2434.25(2415.29)   | 2452.38  | 2306.34  |
| FTSE100（英）        | 6220.1(6220.8)     | 6086.4   | 6004.5   |
| DAX（独）            | 6593.09(6596.92)   | 6372.80  | 6075.28  |
| <b>商品市況（先物）</b>   |                    |          |          |
| CRB 指数            | 291.11(307.26)     | 316.43   | 300.59   |
| 原油（WTI、ドル/バレル）    | 56.31(61.05)       | 62.43    | 60.03    |
| 金（ドル/トロイオンス）      | 604.9(635.2)       | 642.3    | 571.0    |

## 世界景気の不安を示唆する商品市況の急落

年明け早々、商品市況は急落し、代表的指標である CRB 指数は前週末比 5.3%下落した。なかでも銅は 9.3%も急落し、昨年 5 月に付けた最高値から 33.2%も落ち込み、下落率は原油価格よりも大きくなった。昨年の値上がりが異常であっただけに、値下がりも派手である。

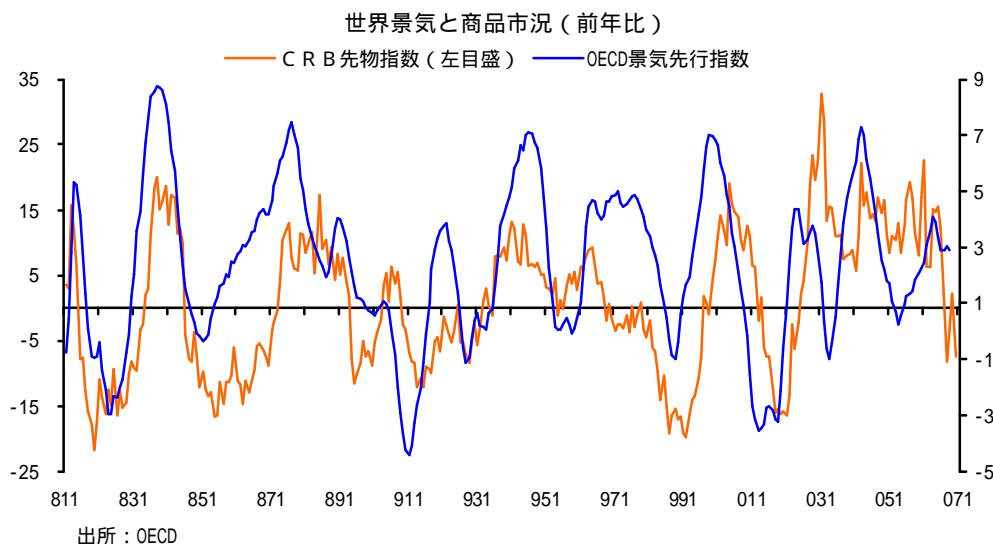
ヘッジファンド等の短期資金が投機目的で流入して形成した相場は、とても実体経済から説明できるものでない。今度は、損を覚悟で資金を引き上げつつあるが、清算が終わる

まで相場は落ち着かないだろう。首尾よく逃れたところはいいが、高値掴みのポジションを抱えたまま、巨額の損に苦悶しているファンドやそこに資金を貸し付け返済が危ぶまれる金融機関もあるのではないだろうか。



中国の WTO 加盟に端を発する商品市況の高騰が、世界景気の拡大を主導してきたと言えるが、その流れは CRB 指数が示唆するように、昨年 5 月にピークアウトしたといえる。中国が世界の生産基地としてさまざまなモノを呑み込み、世界に供給して

きたが、WTO に加盟して 5 年も経過すれば、そうした仕組みがほぼ確立され、離陸期のような爆発的な需要はもうないはずだ。需要は引き続き旺盛だとしても、世界の供給体制がそれに十分対応できるようになってきており、需給のアンバランスから生じるような市況高騰の発生するリスクは小さくなってきている。



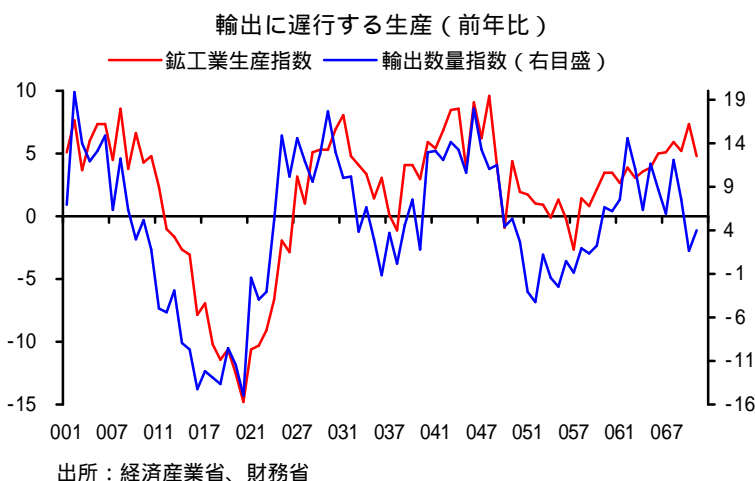
最近のつるべ落としのような商品相場は、世界景気が想像よりも良くない状態にあることを示している可能性がある。CRB 指数と OECD 景気先行指数（どちらも前年比）を比べてみると、後者が先行しているときだけでなく、前者が先行している場合もある。CRB 指数は昨年 8 月、4 年 2 ヶ月ぶりに前年を下回り、その後もほぼマイナスの状態にあることは、昨年 10 月時点でプラスの OECD 景気先行指数も近いうちに悪化するかもしれない。

資源高で息を吹き返し、それで潤った鉄鋼、機械、プラント等の産業は、商品市況の急

激な下げは直ちに収益の悪化に繋がるだろう。特需で思いもかけず業績が急回復した部門が、IT バブル後の世界景気を牽引してきたが、特需の効果も出尽くしてしまったとあってよい。中国の WTI 加盟、資源高、超低金利という3つの要因に基づく世界景気の拡大が最終局面を迎えようとしていることを、商品市況の急落は暗示しているように思う。

## 鉱工業生産のピークアウト

日本の株式市場も商品市況の急落に脅えたのか、週末には大幅に下げた。下げたとはいえ TOPIX の株価収益率は 20 倍を超えており、世界の株式に比較して依然割高である。今後、企業収益が拡大するのであれば、高い株価収益率も正当化できるが、『短観』や『法人企業景気予測調査』でも今期の大企業経常利益は前期の 2 桁増から 1 桁増に鈍化する計画である。上期は好調だが、下期は前年割れの見通しであり、そうした収益環境下で株価が上昇していくことは、株価が実体経済から離れていくことである。今下期、減益予想だが、07 年度は増益に戻るかといえ、輸出や設備投資の腰折れ不安が拭えないばかりか、鉱工業生産の伸びなどはピークを過ぎており、増益予想の根拠を見つけることは難しい。



消費の元になる現金給与総額は 11 月、前年比-0.2%と 3 ヶ月ぶりのマイナスになり、そのうち所定内給与は-0.6%と 7 ヶ月連続の減少である。現金給与総額も所定内給与も傾向は右肩下がりであり、そうであるからこそ家計は消費支出を切り詰めている

るのである。先行き給与が増えそうだという期待が生まれてこないあいだ消費は増加することはない。

消費支出が前年水準を下回っているほど需要は弱く、したがって、消費者物価もやっと水面にでてきているところだ。需要が前年水準を割れている状態で消費者物価が上昇していくことなどない。給与は企業業績に遅れる傾向があり、今下期の減益計画がその通りになれば来年度の給与は厳しく査定されることになろう。人口減、高齢化、増税等も加わり需要はますます低迷するように思う。

消費支出が前年を下回っているにもかかわらず鉱工業生産がプラスを維持できているのは輸出が底堅いからである。ただ、11 月の生産指数は前年比 4.8%と 10 月から 2.6 ポイントも低下した。10 月の 7.4%増は 90 年代のピークに比べても遜色なく、今回の上昇は 10 月

でピークを付けたと考えたい。さらに、生産指数にやや先行する輸出の伸びが鈍化していることも、生産のピークアウトを裏付ける材料になる。11月の輸出（数量）は前年比4.0%と10月より持ち直したが、昨年2月に14.6%の高い伸びを付けてから下り坂にある。

12月の米非農業部門雇用者数は前月比16.7万人増と予想以上に拡大し、米国経済は底堅く、日本の対米輸出も堅調である。だが、米住宅部門の不振は長引き、それが商品市況にも影響を及ぼしている。さらに商品市況の下落が实体经济に打撃を与えることも考えられる。当面、米国経済が商品市況の急落の影響をどの程度受け、日本の対米輸出にどういう形であられるかに注目したい。