

# 人間の経済

第2期 第 **27** 号 (通巻 105 号) 2005年8月24日刊

## 目次

週刊マーケットレター (05年7月18日週号)  
米株価は実体経済を反映しているか

週刊マーケットレター (05年7月25日週号)  
中国の対米貿易黒字依存の危うさ  
米不動産バブルの破裂と中国経済の混乱

週刊マーケットレター (05年8月15日週号)  
ゼロ金利によるバブル相場、80年代の教訓活かされず  
前年比1%未満の低成長続く

曾我 純

## 週刊マーケットレター（05年7月18日週号）

2005年7月17日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

### 主要マーケット指標

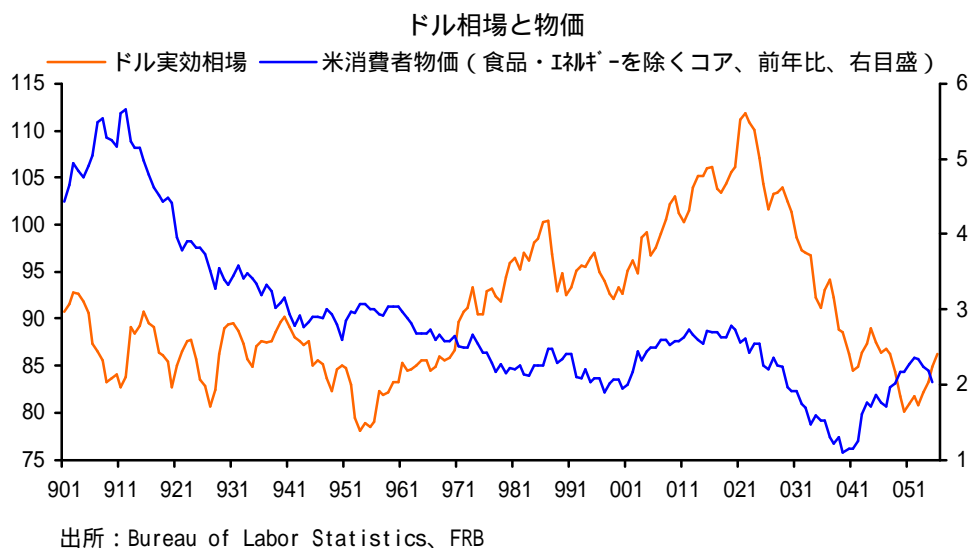
為替レート	7月15日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	112.20(112.20)	109.20	107.80
ドルユーロ	1.2035(1.1965)	1.2115	1.2920
ドルポンド	1.7525(1.7365)	1.8210	1.8915
スイスフランドル	1.2945(1.3005)	1.2715	1.2015
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.05638(0.05563)	0.05438	0.05250
米国	3.61438(3.56063)	3.42063	3.15000
ユーロ	2.12088(2.11300)	2.11375	2.13481
スイス	0.75000(0.74833)	0.75000	0.76000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.270(1.205)	1.240	1.305
米国	4.16(4.10)	4.10	4.23
英国	4.33(4.21)	4.40	4.60
ドイツ	3.28(3.18)	3.31	3.47
<b>株 式</b>			
日経平均株価	11758.68(11565.99)	11415.88	11370.69
TOPIX	1193.30(1177.61)	1158.23	1150.67
NY ダウ	10640.83(10449.14)	10566.37	10087.51
S&P500	1227.92(1211.86)	1206.58	1142.62
ナスダック	2156.78(2112.88)	2074.92	1908.15
FTSE100（英）	5230.8(5232.2)	5019.5	4891.6
DAX（独）	4712.90(4597.97)	4548.42	4312.25
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	309.57(309.90)	306.98	298.83
原油（WTI、ドル/バレル）	58.09(59.63)	55.57	50.49
金（ドル/トロイオンス）	420.7(422.9)	429.1	424.9

## 米株価は実体経済を反映しているか

米国経済の改善を示す経済指標の発表を受け、NYダウは3日続伸、S&P500やナスダック総合指数は7日連続の上昇となった。株式市場は物価の安定や生産、小売の伸びを評価しているようだが、経済指標の中身をみると、米国経済はそれほど順調に推移しているとはいえない。米国の株式は経済を過剰に評価しつつあるように思う。

NYダウは上昇しているとはいえ、03年末以降のボックスを抜け出すことは難しく、上昇余地は乏しいとみている。S&P500の株価収益率はすでに20倍を超えており、米国経済の先行きを織り込んでしまったと考えられる。今週も4 - 6月期の主要企業の業績が発表されるが、予想よりもよほど良い利益がでないかぎり、株価は反応しないだろう。

6月の小売売上高は前月比1.7%の高い伸びとなったが、自動車関連を除けば0.7%、ガソリンスタンドの売上を除けば0.4%の増加にとどまり、小売売上高の伸びは一部の売上に依存していることがわかる。食品や家電の伸びは低く、全体的に消費が盛り上がっている状況ではない。低所得者層はガソリン価格の上昇により、他の支出を削減せざるを得なくなっている。雇用の改善がエネルギー価格の上昇による消費のマイナス効果を上回っているが、雇用の伸びが鈍化するならば、消費は現状を維持できなくなるであろう。すでに雇用の前年比伸び率はピークアウトしており、雇用拡大による消費刺激効果は薄れていくはずだ。



6月の米鉱工業生産指数は前月比0.9%と昨年12月以来の高い伸びをみせた。だが、0.9%のうち0.6%はエネルギー部門の寄与であり、非エネルギー部門は生産指数を0.2%引き上げたにすぎない。非エネルギー部門では自動車関連は前月比2.9%も伸びたが、それを除けばいずれも低い伸びとなり、ハイテク産業も0.2%と低迷した。6月の自動車関連は急増したが、4 - 6月期では前期比年率4.3%減と3四半期振りに落ち込んだ。ハイテク産業も4 - 6月期、12.8%と前期の29.4%から大幅に鈍化した。ハイテク産業はコンピューター関連、

通信、半導体関連の3分野で構成されているが、コンピューター関連が前期の14.9%から15.2%に幾分伸び率は拡大したが、通信は23.6%から6.9%、半導体関連も39.1%から14.8%へ大幅にダウンした。半導体関連の稼働率は4 - 6月期、74.8%と前期比1.8ポイント低下した。鉱工業生産指数や稼働率に基づくならば、4 - 6月期の通信や半導体関連企業の業績は決して楽観できるものにはならないのではないかと。4 - 6月期の製造業生産指数も前期比年率1.5%と昨年10-12月期の4.6%から大幅に鈍化しており、米製造業全体の業績も株式市場が評価するほどの好決算は期待できそうにないと思う。

6月の米消費者物価指数は前月比横ばい、食品・エネルギーを除くコアは0.1%の増加にとどまり、インフレ懸念は薄れつつある。6月の生産者物価指数も前月比横ばい、コアは0.1%低下し、今後、消費者物価指数はさらに沈静化する見通しである。

消費者物価指数の前年比伸び率も6月、2.0%と2月の2.4%から低下しており、同様に、生産者物価指数も2月の2.8%から6月には2.2%へと低下傾向を強めている。原油価格は高水準にとどまっているが、消費者物価指数に占めるエネルギーのウエイト(8%)から判断して、消費者物価指数の前年比上昇率がさらに拡大するとは考えにくい。

米国経済の相対的な強さを反映して、実効ドル相場は昨年12月を底に7.7%上昇していることも、物価安定に寄与するであろう。物価上昇力が弱まっていることは、米国経済がそれほど活発に動いていないことを映し出しているのかもしれない。長期金利の低位安定によって、資金は不動産や株式に流入しており、米国経済は実体経済よりも貨幣経済に偏った展開を示していると言えそうである。

## 週刊マーケットレター（05年7月25日週号）

2005年7月24日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

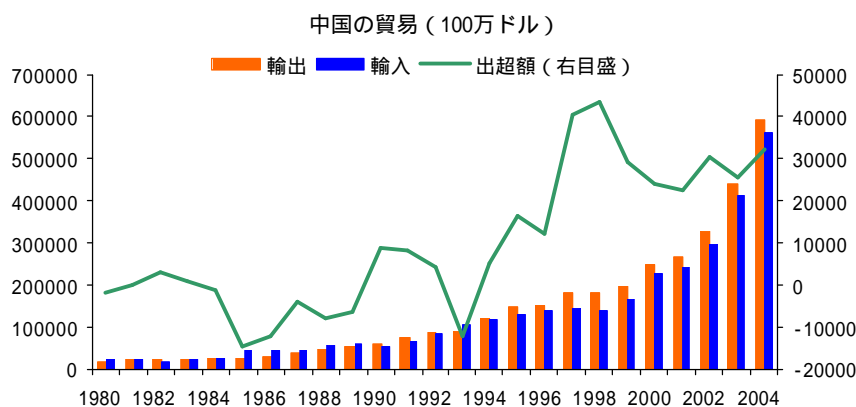
### 主要マーケット指標

為替レート	7月22日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	111.35(112.20)	108.85	106.00
ドルユーロ	1.2065(1.2035)	1.2130	1.3065
ドルポンド	1.7375(1.7525)	1.8220	1.9150
スイスフランドル	1.2975(1.2945)	1.2715	1.1805
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.05563(0.05638)	0.05313	0.05375
米国	3.66000(3.61438)	3.46000	3.17000
ユーロ	2.12675(2.12088)	2.10363	2.13288
スイス	0.75000(0.75000)	0.74667	0.75833
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.230(1.270)	1.260	1.285
米国	4.21(4.16)	3.94	4.25
英国	4.28(4.33)	4.25	4.59
ドイツ	3.22(3.28)	3.15	3.46
<b>株 式</b>			
日経平均株価	11695.05(11758.68)	11547.28	11045.95
TOPIX	1186.76(1193.30)	1173.25	1130.89
NY ダウ	10651.18(10640.83)	10587.93	10157.71
S&P500	1233.68(1227.92)	1213.88	1152.12
ナスダック	2179.74(2156.78)	2092.03	1932.19
FTSE100（英）	5241.8(5230.8)	5099.3	4849.3
DAX（独）	4836.90(4712.90)	4619.60	4223.04
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	304.25(309.57)	311.03	307.29
原油（WTI、ドル/バレル）	58.65(58.09)	58.09	55.39
金（ドル/トロイオンス）	424.7(420.7)	438.1	434.3

## 中国の対米貿易黒字依存の危うさ

市場参加者が限定された作爲的な爲替市場では、爲替レートは管理されたままであり、人民元の対ドル相場の動きは限定的である。今回の2%のドルに対する元の切り上げや上下0.3%以内の変動容認といった爲替政策も市場がないに等しいのでは変化しようがない。対ドルで元が切り上げられた翌日22日の対ドル相場もほとんど変化しなかった。一応、米国に対して、爲替政策もどきの政策を実施したというポーズをとったにすぎない。

人民銀行はきわめて緩やかな元高を目指しているのだと思うが、このような爲替レートの変化では巨額の対米黒字を削減することは不可能である。米国が圧力をかけてくればその都度、わずかばかりの切り上げで、米国の圧力をかわそうと考えているのだろう。04年の米国の貿易赤字は6,509億ドル、そのうち1,619億ドルが対中国赤字である。中国は米



貿易赤字の約25%を占めているだけであり、元高ドル安が進行したとしても、米貿易赤字が大幅に減少することにはならないと主張するだろう。04年の中国の貿

易黒字額は320億ドル、前年比25.3%増加したが、ピークは98年の434億ドルであり、黒字額の規模だけ取り上げれば日本（1,100億ドル）のほうがはるかに大きいことも中国の爲替政策に影響しているようである。このような事実を基に、中国は対ドルの元相場を大幅に切り上げるようなことはしないであろう。だが、巨額の対米黒字こそが中国の最大のアキレス腱になることをどれだけ中国は認識しているのだろうか。

## 米不動産バブルの破裂と中国経済の混乱

人民元の切り上げによって、主要通貨に対してドルは一時的に売られたが、対円でも週末には111円台に上昇し、ドル高傾向は続く見通しである。GDPに占める設備投資の比率が5割近い歪な中国経済よりも安定し底堅く推移している米国経済に魅力を感じるのは自然の成り行きである。米不動産バブルの破裂リスクは高いが、そのような事態が発生したとしても、FRBは政策金利の大幅引き下げを実施し、米国債券の利回りは急低下する可能性が高い。米株式市場は混乱するだろうが、米国債の上昇を見込んだ債券市場への資金流入は途絶えることはないだろう。

米不動産バブルがいつ破裂するかはわからないけれども、不動産価格の異常な上昇が広い地域に及んでいることなどから判断すると、崩落する日はそれほど遠くはないように思う。80年代後半、S&Lが破綻したように、不動産貸付を急増させている銀行は行き詰まることは目に見えている。信用不安によって、資金循環機能は著しく低下、個人消費や民間設備投資は冷え込むだろう。米国経済悪化の影響は世界経済に波及し、世界的に低金利政策が採られ、債券相場は上昇基調を強めるであろう。

先進国の企業は世界の生産基地として中国に闇雲に直接投資をしているが、米不動産バブル破裂に端を発した世界経済の冷え込みによって、中国の生産設備は一気に不良資産になる恐れがある。2桁増が続いていた中国の輸出はマイナスとなり、中国の生産設備の多くは止まり、失業者が町に溢れることも考えられる。人民元は値崩れし、人民元買いドル売りにより、金融機能も低下し、資金面からも实体经济に悪影響を及ぼし、経済不安を増幅させるというシナリオも描いておいたほうがよいのではないか。コインの表しか見ないで中国に進出した企業は、回収できないほどの高い授業料を払わされることになるだろう。

## 週刊マーケットレター（05年8月15日週号）

2005年8月14日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

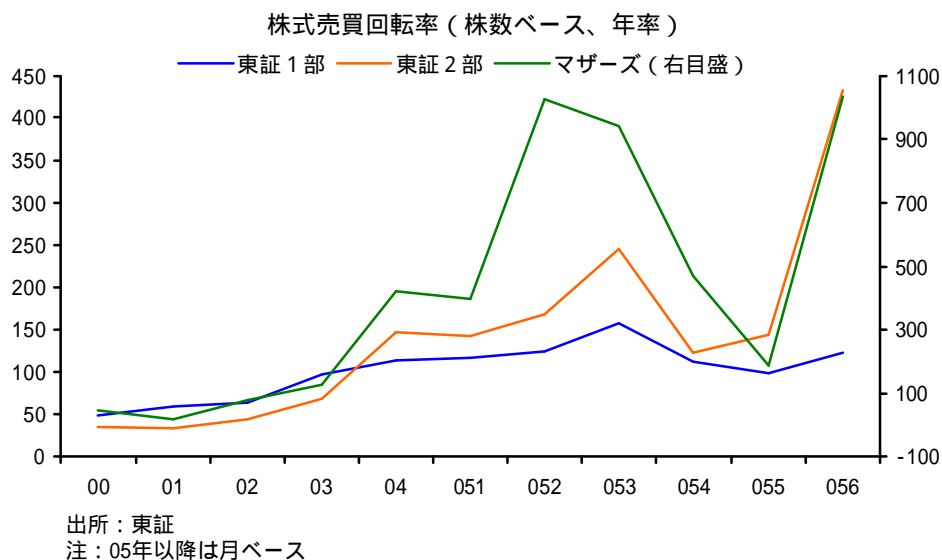
### 主要マーケット指標

為替レート	8月12日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	109.40(111.95)	110.80	106.80
ドルユーロ	1.2440(1.2360)	1.2240	1.2695
ドルポンド	1.8145(1.7775)	1.7775	1.8665
スイスフランドル	1.2475(1.2635)	1.2715	1.2145
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.05563(0.05563)	0.05763	0.05300
米国	3.79000(3.75000)	3.58000	3.26813
ユーロ	2.13488(2.13088)	2.11963	2.12575
スイス	0.76000(0.76000)	0.75000	0.76000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.445(1.385)	1.240	1.285
米国	4.25(4.39)	4.14	4.17
英国	4.32(4.41)	4.30	4.39
ドイツ	3.28(3.37)	3.23	3.33
<b>株 式</b>			
日経平均株価	12261.68(11766.48)	11692.14	11077.94
TOPIX	1245.13(1189.19)	1186.01	1140.49
NY ダウ	10600.31(10558.03)	10513.89	10189.48
S&P500	1230.39(1226.42)	1222.21	1159.36
ナスダック	2156.90(2177.91)	2143.15	1963.88
FTSE100（英）	5345.8(5314.7)	5217.2	4893.2
DAX（独）	4937.33(4827.18)	4653.03	4267.05
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	322.96(316.67)	311.68	296.02
原油（WTI、ドル/バレル）	66.86(62.31)	60.62	48.54
金（ドル/トロイオンス）	445.9(437.2)	426.3	421.6

## ゼロ金利によるバブル相場、80年代の教訓活かされず

内閣府と日銀は衆議院解散翌日の9日発表した「月例経済報告」、「金融経済月報」でいずれも景気判断を上方修正、景気の踊り場脱却を表明した。政府・日銀の景気に対する強気な見方を額面通りに受け取った市場参加者は、買い姿勢を強め11日までの4日間で日経平均株価は500円弱の大幅な上げとなった。加えて、同日発表された『機械受注』が予想を上回ったことやバブル期以来の高水準に積み上がっていた信用の売りの買戻しも、株価の急騰に影響している。こうした株価急騰は、週初の郵政民営化法案の参議院否決に伴う衆議院解散・総選挙の不安を掻き消してしまった。

思いもかけない株価の急騰により、お盆前にもかかわらず、市場参加者は急増し、東証1部の売買代金は20兆円超まで膨らんだ。外人の買いが増加して売買単価は週末、1,000円を超えた。事実、外人の買越額は増加しており、8月第1週は4,950億円と3月第2週以来、約5ヶ月振りの買い越し額となった。9日、FRBは政策金利を0.25%引き上げ3.5%としたが、9月、11月、12月の3回のFOMCでさらに引き上げ、年末には4%を超えるだろう。原油価格も1バレル一時67ドルを突破するという異常な相場となるなど、その反動による相場の波乱が予想される。こうした波乱要因を棚上げできるほど、米企業業績が確りしているかといえ、そこまで自信は持てないのではないか。素材関連の収益拡大期待だけでは、相場全体をボックス圏から抜け出させるには力不足である。米国の政策金利が上昇し続け、米株式相場の足取りが不確かであれば、現状のような高水準の外人買いは期待できず、先週のレベルが今年の高値となることも十分考えられる。



「踊り場をほぼ脱却したと判断し得る」(福井日銀総裁、9日)のであれば、日銀は異常なゼロ金利を引き上げるべきである。そうしなければ、マネーゲームはますます激しくなり、株式市場の投機は行き着くところまでいかざるをえないように思う。最終的にはバブ

ルは弾け、その影響が経済全体に覆い被さることになるのであり、経済が癒されるにはバブルが作り上げられた何倍もの時間を要することになる。80年代のバブルから完全に立ち直っていないところに、再び日銀のゼロ金利政策によりバブルが人為的に作り出されているのである。ただでさえ、年金、医療等の大問題が横たわっているところへ、バブルが弾け、経済が疲弊、混乱することになれば、日本経済はもはや立ち直すことはできないであろう。80年代の金融政策に自主性を欠きバブルの一因を招いた日銀が、いままたマネーゲームに深く係わるという因縁を感じないではいられない。

### 前年比1%未満の低成長続く

『機械受注』の代表的指標である民需（船舶・電力を除く）が6月、前月比11.1%増と予想を上回ったことを今回の株価上昇要因のひとつに挙げることができるが、4、5月が前月比減であったため、4 - 6月期では+0.8%と1 - 3月期と同じ伸びとなった。四半期ベースで民需は3四半期連続の拡大となり、今回の回復過程では最高を示した。4 - 6月期の製造業は前期比+7.5%と4四半期ぶりの高い伸びとなったが、非製造業（船舶・電力を除く）は-1.9%と3四半期ぶりのマイナスになり、03年10-12月期のピークを上回ることができない。

4 - 6月期の民需（船舶・電力を除く）の前年比伸び率は+2.0%と前期の+9.4%から低下した。製造業、非製造業ともに前期を下回り、民間設備投資の勢いは弱くなっている。自動車工業や精密機械は+29.6%、+43.5%と依然高い伸びを示している一方、一般機械は-7.5%と2002年7 - 9月期以来、11四半期ぶりの前年割れとなり、主力の電気機械は-0.2%と3四半期連続のマイナスとなるなど業種でまちまちである。

7 - 9月期の見通しによると、民需（船舶・電力を除く）は前年比+5.3%（単純集計値）増加する。製造業よりも非製造業の伸びが強まると予想されているが、8月ですでに43ヵ月目と長期化している景気拡大から判断すれば、機械受注が大幅に伸びることはないであろう。機械受注額の合計をあらわす機種別見通しは7 - 9月期、前年比+1.6に低下、なかでも電子・通信機械は-2.4%と4四半期連続のマイナスになりそうである。ハイテク関連の設備投資マインドはまだ冷えている。

週末発表のGDP速報によると、4 - 6月期の名目GDPは前期比横ばいとなり、1 - 3月期の+0.6%から悪化した。民間最終消費支出と民間企業設備の寄与度は0.4%、0.3%のそれぞれプラスだったが、民間在庫品、外需、民間住宅が0.4%、0.2%、0.1%のマイナスとなり、プラス分を打ち消してしまったからだ。

名目GDPを前年比でとらえると、0.6%増加しており、1 - 3月期まで2四半期連続の+0.3%からやや回復したといえる。それでも伸びは前年をわずかに上回っているにすぎず、日本経済は不安定な状況から抜け出していない。

就業者の増加に伴い民間最終消費支出が前年比1.3%と04年4 - 6月期以来の高い伸びとなり、GDPを0.7%引き上げ、民間企業設備も0.6%寄与したけれども、外需が0.7%も足を引っ張り、GDPは0.6%増にとどまった。

短期金利の上昇や原油価格の高騰などが米国経済に影響し、米経済成長率は緩やかに低下するだろう。日本の輸出は伸び悩む半面、輸入は増大し、外需のマイナスの影響は続く見通しであり、日本経済はゼロ成長近辺をさ迷うことになるだろう。さまざまな障害が立ちふさがりながら、横ばいの経済が維持できれば上首尾といえるのではないかと。

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