

人間の経済

第2期 第 **31** 号 (通巻109号) 2005年10月12日

目次

週刊マーケットレター (05年9月26日週号)

主要マーケット指標
日本の株高と円安ドル高

週刊マーケットレター (05年10月3日週号)

主要マーケット指標
暴走する株式市場
日銀総裁の量的緩和発言と政府の圧力
設備投資の減速と消費の低迷

週刊マーケットレター (05年10月10日週号)

主要マーケット指標
日銀『短観』からみた企業の実態

曾我 純

週刊マーケットレター（05年9月26日週号）

2005年9月25日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

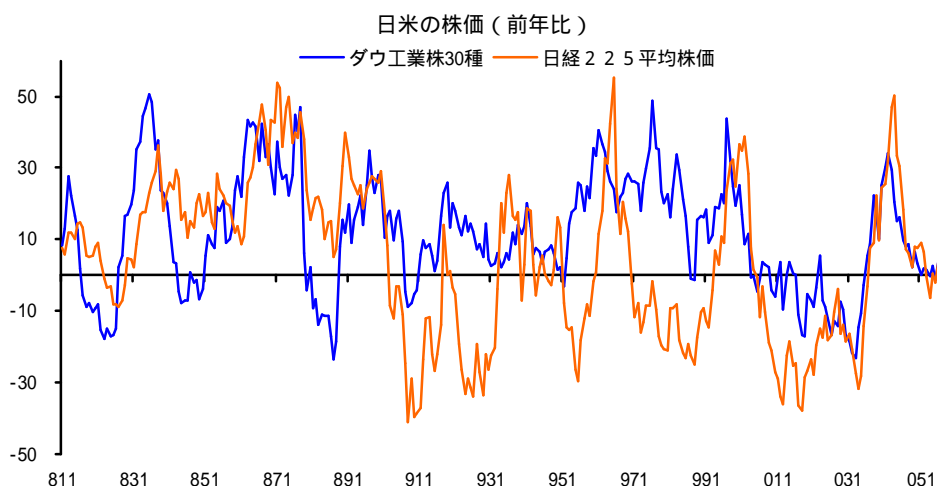
主要マーケット指標

| 為替レート | 9月23日（前週） | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
|-------------------|--------------------|----------|----------|
| 円ドル | 112.50(111.35) | 109.90 | 108.95 |
| ドルユーロ | 1.2040(1.2240) | 1.2235 | 1.2040 |
| ドルポンド | 1.7775(1.8085) | 1.8010 | 1.8155 |
| スイスフランドル | 1.2920(1.2685) | 1.2715 | 1.2790 |
| 短期金利（3ヵ月） | | | |
| 日本 | 0.05750(0.05750) | 0.05633 | 0.05250 |
| 米国 | 3.97000(3.89000) | 3.83625 | 3.47000 |
| ユーロ | 2.13700(2.13638) | 2.13163 | 2.10300 |
| スイス | 0.76000(0.76000) | 0.76000 | 0.74833 |
| 長期金利（10年債） | | | |
| 日本 | 1.365(1.355) | 1.445 | 1.230 |
| 米国 | 4.25(4.27) | 4.18 | 3.95 |
| 英国 | 4.21(4.24) | 4.24 | 4.25 |
| ドイツ | 3.06(3.13) | 3.17 | 3.16 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 13159.36(12958.68) | 12472.93 | 11576.75 |
| TOPIX | 1356.22(1328.84) | 1272.00 | 1147.02 |
| NY ダウ | 10419.59(10641.94) | 10519.58 | 10421.44 |
| S&P500 | 1215.29(1237.91) | 1217.57 | 1200.73 |
| ナスダック | 2116.84(2160.35) | 2137.25 | 2070.66 |
| FTSE100（英） | 5413.6(5407.9) | 5300.2 | 5114.4 |
| DAX（独） | 4882.58(4986.50) | 4917.47 | 4627.48 |
| 商品市況（先物） | | | |
| CRB 指数 | 323.11(315.39) | 317.56 | 311.45 |
| 原油（WTI、ドル/バレル） | 64.19(63.00) | 65.71 | 59.42 |
| 金（ドル/トロイオンス） | 463.5(459.5) | 439.4 | 441.7 |

日本の株高と円安ドル高

日本の株価上昇の勢いは止まるところを知らず、20日には、日経平均株価は01年6月以来の13,000円台を回復した。5月の安値から約2,300円の値上がりとなり、前年比でも19.4%上昇した。景気の「踊り場」脱却や脱デフレを信用して、日本株に巨額の資金を振り向けている外人の強気姿勢が、日本の株価上昇の原動力になっている。

FRBは20日のFOMCで政策金利を0.25%引き上げ年3.75%とした。これで11回連続の引き上げとなり、米国でもFRBに対する風当たりが強くなっているようだ。8月の米景気先行指数は前月比0.2%減と2ヵ月連続の低下となったが、ハリケーンの影響等でしばらく景気は弱含みで推移するだろう。こうした米景気の停滞感を反映して米株式相場は、約2年ほど続いているボックス内での値動きから抜け出すことは難しくなっている。



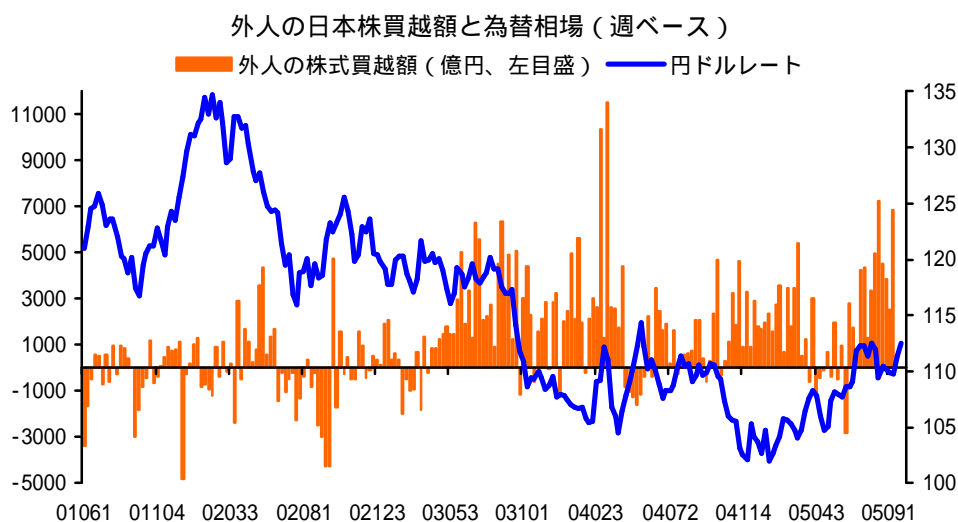
NYダウはおそらく10,000ドルから11,000ドルの範囲を大きく外れることはないであろう。NYダウと日経平均株価の前年比の変動率を比較してみると、8月末では日経平均株価が12.0%とNYダウを9ポイント上回っている。過去のチャートが示唆するところによると、このまま日経平均株価だけが上昇を続けることは無理である。

8月の外人の日本株買越額は2.1兆円、9月4日～10日も6,867億円を買い越し、買い意欲は盛んである。米政策金利の引き上げや原油高、ハリケーンにより、景気の減速が強まりつつある。欧州の景気も低空飛行を続けており、外人は、日本の景気が相対的に良いというふうに判断し、日本株投資に熱を入れているのだと思う。

外人が大幅に日本株を買い越しているにもかかわらず、週末、円ドル相場は112円50銭と前週末比約1円の円安ドル高となった。相対的に日本が米国景気よりも良好な方向に進む可能性が高くなれば、円高ドル安に向うのが普通だと考えられるのだが、実際は逆の動きを示している。米国の景気減速感が強まり、市場関係者は金利の天井が近いとみているのであろうか。週末、米長期金利は4.25%で取引を終えたが、先行き長期金利は低下し、債券価格の値上がりが期待できると予想し、米債の買い意欲が強まっているのかもしれない。

い。政策金利の引き上げにより、米長短金利差は著しく接近しており、週末には長期が0.28%上回るまで縮小してきた。長短金利差の接近は景気がピークに近づいている証拠でもあり、景気循環からは米株式売り・債券買いが始まる時期と考えられる。

日本の貿易黒字額が急激に減少していることも円安ドル高要因のひとつに挙げることができる。8月の貿易黒字額は1,162億円、前年比79.7%減少し、これで8ヵ月連続のマイナスである。輸出は前年比9.1%増加したが、原油高により、輸入が+21.1%と急増したことが、黒字の大幅減要因である。鉱物性燃料が前年比36.8%増加し、これだけで4,000億円近い輸入増となった。今後、さらに高い原油が輸入されるため、黒字額の前年割れは続くだろう。黒字額の減少はドル売り円買い圧力を弱め、米債券相場の上昇期待を伴いながら、円安ドル高への道筋をつけていくのではないだろうか。



日本の株式市場は過去最高の売買高を記録し、相場も急騰しているが、債券相場は比較的安定した値動きをしている。債券参加者の景気の捉え方と株式参加者のそれとは違うのである。1年前や2年前と比べて債券参加者の景気を見る眼はほぼ同じであるが、株式参加者の見方は現状や将来を強気にとらえているのである。

OECDによると、日本の景気先行指数は7月、前年比0.1%減と5ヵ月連続のマイナスである。マイナス幅は縮小しているが、景気の足取りは重く、株式関係者が評価するほど楽観的にはなれない。OECD全体についても景気の改善はきわめて緩やかであり、景気力の強さは感じられず、先行き失速する不安も拭いきれない。日本の株式市場は、現実経済とのギャップをますます広げつつあるように思う。

週刊マーケットレター（05年10月3日週号）

2005年10月2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30日（前週） | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
|-------------------|--------------------|----------|----------|
| 円ドル | 113.50(112.50) | 110.60 | 110.95 |
| ドルユーロ | 1.2025(1.2040) | 1.2345 | 1.2105 |
| ドルポンド | 1.7635(1.7775) | 1.8020 | 1.7905 |
| スイスフランドル | 1.2950(1.2920) | 1.2545 | 1.2815 |
| 短期金利（3ヵ月） | | | |
| 日本 | 0.06375(0.05750) | 0.05688 | 0.05500 |
| 米国 | 4.06500(3.97000) | 3.87000 | 3.51625 |
| ユーロ | 2.17388(2.13700) | 2.13175 | 2.10600 |
| スイス | 0.79000(0.76000) | 0.76000 | 0.74833 |
| 長期金利（10年債） | | | |
| 日本 | 1.475(1.365) | 1.335 | 1.165 |
| 米国 | 4.33(4.25) | 4.01 | 3.91 |
| 英国 | 4.29(4.21) | 4.15 | 4.15 |
| ドイツ | 3.15(3.06) | 3.09 | 3.13 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 13574.30(13159.36) | 12413.60 | 11584.01 |
| TOPIX | 1412.28(1356.22) | 1271.29 | 1177.20 |
| NY ダウ | 10568.70(10419.59) | 10481.60 | 10274.97 |
| S&P500 | 12228.81(1215.29) | 1220.33 | 1191.33 |
| ナスダック | 2151.69(2116.84) | 2152.09 | 2056.96 |
| FTSE100（英） | 5477.7(5413.6) | 5296.9 | 5113.2 |
| DAX（独） | 5044.12(4882.58) | 4829.69 | 4586.28 |
| 商品市況（先物） | | | |
| CRB 指数 | 332.97(323.11) | 329.42 | 300.00 |
| 原油（WTI、ドル/バレル） | 66.24(64.19) | 68.94 | 56.50 |
| 金（ドル/トロイオンス） | 469.0(463.5) | 433.8 | 435.9 |

暴走する株式市場

先週の東証1部の売買高は5日連続、30億株を超え、売買代金も2日は3兆円を上回るという記録的な週となった。9月の東証1部の売買高回転率は年率200%を超えており、株式が2回転もする異常な出来高である。

上昇相場に乗り遅れた外人などがあとからあとから市場に雪崩れ込んできているのだろう。9月の日経平均株価は前月比9.4%、前年比では25.4%も上昇したが、世界景気が本格的に上向いているわけではなく、むしろ、成長率は減速に向っており、当然、収益の伸び率も低下するなかで、日本の株式だけが舞い上がっていることは、市場が暴走しているとしきいいようがない。

4-6月期の米国経済は実質年率3.3%成長したが、個人の消費マインドの悪化等により、7-9月期以降の成長率は3%を下回るであろう。原油高の影響が顕在化しているEUは物価上昇が懸念され、物価高の景気低迷という事態に陥らないとも限らない。そうした世界経済のなかで日本の景気だけが好転するとは考えにくく、今年度下期の企業利益が増益傾向を強めると決め付けるには材料不足である。

OECDの景気先行指数は7月、前年比0.6%と回復は緩やかであり、8月以降はさらに伸びは鈍るはずだ。過去のOECD景気先行指数と日本の株価の関係をみても、日本の株価だけが上昇していくパターンはみられない。

外人は、郵政民営化を最大のテーマにして大勝利を収めた小泉政権が、構造改革というものを一層推し進めることによって、日本の企業の収益力が飛躍的に高まると予想しているのだろうか。経済諮問委員会のメンバーには財界首脳をはじめ市場万能主義の面々が加わっており、経営者の力をかって見られなかったほど強力なものにした。いまでは、経営者に対抗できる勢力は消滅し、経営者は自分の思うままに振舞うことができるようになった。他方、従業員の立場は低下し続け、競争の激化や労働時間の増大と強化により、従業員のストレスは高まるばかりだ。企業の中身は独裁経営者によってアンバランスになっており、利益が上がっているからといって、これが持続することはないであろう。経営者の力が強くなればなるほど、内部の不満は募り、組織そのものが機能しなくなるからである。

日銀総裁の量的緩和発言と政府の圧力

福井日銀総裁は29日の講演で、量的緩和の解除時期について「06年度にかけてそういう可能性が出てくるだろうという程度しか言えない」と述べ、向こう半年程度のうちに量的



緩和を解除するかもしれないことを表明した。株価の異常な上昇と出来高を目の当たりにして、日銀も株式市場がバブル化していることを不安視しているようだ。

ゼロ金利、量的緩和、株式買いなどなんでもありの政策を総動員した結果が、いつのまにか株式のバブルを発生させてしまっていたのである。1987年から89年にかけて低金利政策を長期化したことが、歴史的な株式バブルの一因になったことが日銀関係者の脳裏をかすめたとしても不思議ではない。政府の圧力によって、金融政策が歪められ、日本経済に深い傷を負わされたからである。日銀としても同じ過ちを繰り返したくないはずだ。福井日銀総裁の量的緩和解除発言について閣僚は、間、髪を入れずいれず牽制した。細田官房長官は「まだ金融政策を変える状況にはない」と述べているが、株式が上がることは企業経営者を強気にし、ひいては日本経済の拡大につながることであり、株価の腰を折るような発言は止めてくれというのが本音であろう。閣僚や政治家はいつも日銀など眼中になく、金融政策は後追いにならざるをえないのである。今回も日銀は独立性を発揮できず、同じ轍を踏むことになるのだろうか。

設備投資の減速と消費の低迷

8月の鉱工業生産指数は前月比1.2%と2ヵ月ぶりのプラスとなり、前年比でも1.6%増加した。一方、在庫は前月比1.0%と2ヵ月連続の増加となり、前年比では4.1%と8ヵ月連続増である。生産予測調査によると、電子部品・デバイス工業の増産等で9月は前月比3.0%増加、10月は0.4%の減少を見込んでいる。ただ、年末需要が高まり価格の上昇が期待されていた9月後半のDRAMの価格は据え置かれた。半月ごとの価格改定だが、9月は2期連続で据え置かれ、半導体の需要は強くないようだ。

26日に発表された7 - 9月期の『法人企業景気予測調査』によると、05年度上期の大企業全産業設備投資（ソフトウェア含む、土地除く）は前年比 18.6%だが、下期は 5.6%に減速する見通しである。ソフトウェアだけの設備投資は上期の 16.0%から下期には-1.5%へとマイナスになる計画だ。ソフトウェア設備投資が下期に悪化すれば、電子部品・デバイス工業等の生産もその影響を免れないように思う。

設備投資は下期減速する見通しだが、経常利益は上期の前年比 5.0%減から下期は 10.5%増に回復すると予想している。『家計調査』によれば、8月の勤労者世帯の消費支出は前年比 1.7%減と5ヵ月連続のマイナスである。実収入は4ヵ月連続、可処分所得も2ヵ月連続の減少となり、所得の改善は一部の家計に止まっている。下期の設備投資の減速と消費需要の低迷は、企業収益を下方に押し下げるかもしれない。

週刊マーケットレター（05年10月10日週号）

2005年10月9日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

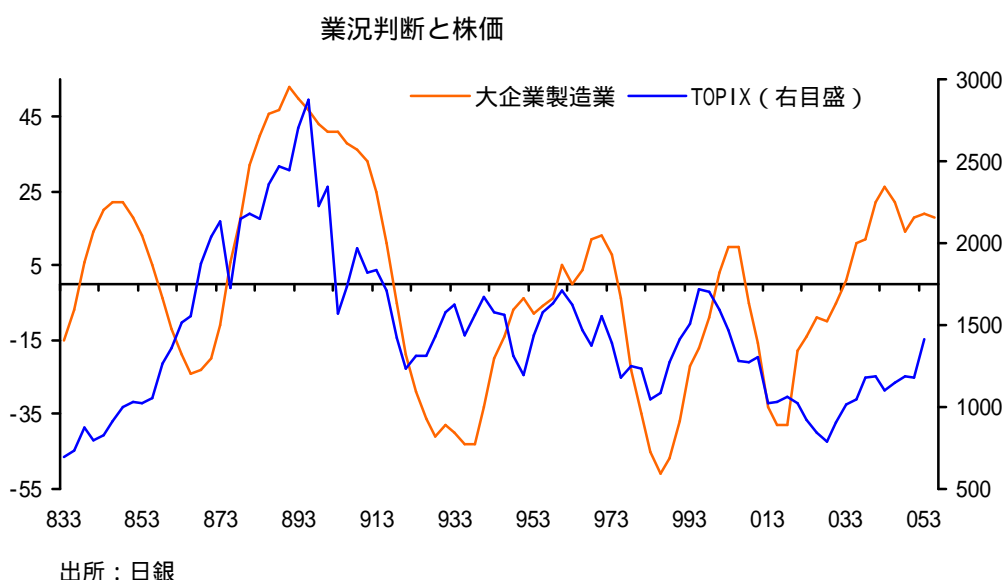
主要マーケット指標

| 為替レート | 10月7日（前週） | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
|-------------------|--------------------|----------|----------|
| 円ドル | 113.90(113.50) | 110.10 | 112.10 |
| ドルユーロ | 1.2125(1.2025) | 1.2415 | 1.1950 |
| ドルポンド | 1.7605(1.7635) | 1.8365 | 1.7435 |
| スイスフランドル | 1.2785(1.2950) | 1.2425 | 1.2990 |
| 短期金利（3ヵ月） | | | |
| 日本 | 0.06500(0.06375) | 0.05625 | 0.05643 |
| 米国 | 4.11500(4.06500) | 3.79813 | 3.55000 |
| ユーロ | 2.19275(2.17388) | 2.13225 | 2.11286 |
| スイス | 0.80000(0.79000) | 0.76000 | 0.73200 |
| 長期金利（10年債） | | | |
| 日本 | 1.515(1.475) | 1.320 | 1.230 |
| 米国 | 4.35(4.33) | 4.14 | 4.06 |
| 英国 | 4.26(4.29) | 4.20 | 4.19 |
| ドイツ | 3.16(3.15) | 3.10 | 3.18 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 13227.74(13574.30) | 12607.59 | 11590.14 |
| TOPIX | 1372.52(1412.28) | 1285.52 | 1180.22 |
| NY ダウ | 10292.31(10568.70) | 10633.50 | 10302.29 |
| S&P500 | 1195.90(1228.81) | 1236.36 | 1197.87 |
| ナスダック | 2090.35(2151.69) | 2172.03 | 2075.66 |
| FTSE100（英） | 5362.3(5477.7) | 5365.9 | 5158.3 |
| DAX（独） | 5007.77(5044.12) | 4988.14 | 4530.18 |
| 商品市況（先物） | | | |
| CRB 指数 | 325.21(332.97) | 324.19 | 312.01 |
| 原油（WTI、ドル/バレル） | 61.84(66.24) | 64.37 | 60.73 |
| 金（ドル/トロイオンス） | 474.7(469.0) | 444.9 | 423.3 |

日銀『短観』からみた企業の実態

日銀『短観』の業況判断が予想を下回ったことや米国のISM非製造業景気指数の急低下により、日米の株価は大幅に下落した。特に、日本の株式市場は、景気が紙上で言われているほど改善されておらず、日本経済を過剰評価していたことにやっと気づきだしたようだ。

『短観』によると、9月の大企業製造業の業況判断（「良い－悪い」、%ポイント）は19%と前回の6月調査を1ポイント上回っただけである。業況判断は株価の動向に左右される傾向が窺えるが、9月調査の業況判断には、これほど好転した株式市場もさほど影響しなかった。逆に、バブル化している株価から予測すれば、今後、業況判断は急激に悪化することになるかもしれない。



精密機械、電気機械、自動車等の業況判断は改善したものの、原油高騰の影響を受け、石油・石炭製品、鉄鋼などの素材関連は悪化し、製造業ではほぼ横ばいとなった。先行きの業況判断は、電気機械や非鉄金属は改善する予想だが、一般機械や自動車は悪化し、全体としてみれば、業況は同じような水準にとどまる見通しである。

大企業非製造業の業況判断は15%と6月調査と同じであり、先行きも16%と変化はなく、水準は低いが、製造業と同じような傾向を示している。景気に敏感だと言われている中小企業の全産業業況判断は、大企業全産業（17%）と比較にならないくらい低い-6%だが、前期比1ポイント改善したにすぎず、傾向は大企業と似通っている。中堅企業全産業の業況判断は2%とマイナスではないが、前回より悪化しており、頭打ちの傾向がみられる。全規模合計の業況判断は9月、2%と前回より1ポイント改善したが、「良い」の構成比（20%）は、「悪い」の構成比（18%）をわずかに上回っているにすぎず、「さほど良くな

い」が62%を占めている状態なのである。

05年度の大企業製造業売上高は前年比3.9%、前年度比1.4ポイント低下する見通しだが、上・下期別では、上期の3.4%に対して下期は4.4%と下期の伸びが高くなる計画になっている。これは国内の伸びは同じだが、輸出が上期の1.7%から下期には5.4%に拡大すると目論んでいるからである。だが、世界景気を見渡してみると、原油高の影響がじわじわあらわれてきており、輸出が回復するような状況ではない。下期の売上高の回復によって、大企業製造業の経常利益は、上期の-2.2%から下期には8.8%の増益を見込んでいる。製造業のうち、素材業種は上期の13.7%から下期は-1.5%の減益になる一方、加工業種は上期の12.5%減に対して下期は16.2%の増益を見込んでいる。

非製造業の売上高は低迷する見通しである。04年度上期は前年比4.1%増加したが、05年度上期は3.1%、下期は1.2%へとさらに伸びは低下するようだ。だが、経常利益は上期の10.1%減に対して下期は12.9%増と製造業と同じような回復パターンを辿る計画である。

下期、収益は回復する計画だが、設備投資は大企業製造・非製造業とも上期の2桁増から下期には1桁増となり、大企業全産業では上期の前年比15.7%に対して下期は4.0%に伸びは低下する見通しである。株式市場の活況に伴い、企業の期待収益率は高まり、設備投資マインドにも好影響を与えていると考えられるが、そのような株式の影響はそれほど感じられない。収益計画は強気であるけれども、実際に実現できるかどうかを見極める必要があるという姿勢が、設備投資計画にあらわれている。

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

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