

週刊マーケットレター（07年12月17日週号）

2007年12月16日

曾我 純

■主要マーケット指標

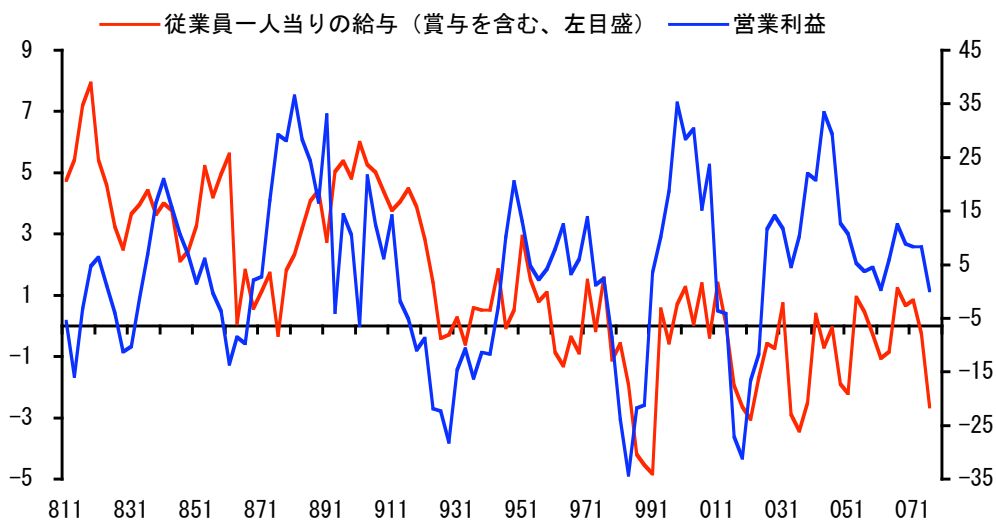
為替レート	12月14日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	113.25(111.60)	111.30	115.55
ドルユーロ	1.4430(1.4655)	1.4650	1.3870
ドルポンド	2.0175(2.0315)	2.0525	2.0090
スイスフランドル	1.1535(1.1285)	1.1245	1.1895
短期金利（3ヵ月）			
日本	1.03375(1.03188)	0.89000	0.98213
米国	4.96625(5.14063)	4.87750	5.64625
ユーロ	4.94688(4.89375)	4.57375	4.72750
スイス	2.78833(2.76833)	2.75167	2.79167
長期金利（10年債）			
日本	1.545(1.565)	1.515	1.555
米国	4.23(4.10)	4.25	4.46
英国	4.85(4.68)	4.77	4.86
ドイツ	4.33(4.21)	4.14	4.17
株 式			
日経平均株価	15514.51(15956.37)	15499.56	16127.42
TOPIX	1501.25(1561.76)	1497.71	1544.71
NY ダウ	13339.85(13625.58)	13231.01	13442.52
S&P500	1467.95(1504.66)	1470.58	1484.25
ナスダック	2635.74(2706.16)	2644.32	2602.18
FTSE100（英）	6397.0(6554.9)	6432.1	6289.3
DAX（独）	7948.36(7994.07)	7783.11	7497.74
商品市況（先物）			
CRB 指数	348.60(342.92)	351.46	320.92
原油（WTI、ドル/バレル）	91.27(88.28)	94.09	79.10
金（ドル/トロイオンス）	793.3(774.4)	813.0	709.6

■ 日本経済不振のもとになっている分配の歪み

消費者心理や企業の景況感は悪化しつつあるが、特に、消費者マインドは急速に冷えており、これが日本経済の閉塞感を生むもとになっているように思う。11月の『景気ウォッチャー調査』や『消費動向調査』によると、景気の現状判断、消費者態度指数はいずれも03年央以来の水準に落ち込み、消費者等の景気に対する感じ方はかなり深刻な状態になっていることがわかる。企業についても、11月の景況判断指数（商工中金）は46.9へと低下し、06年3月の51.5をピークに1年8ヵ月も下降している。仕入れ価格の上昇と販売価

格の低迷によって、採算状況も悪化しており、中小企業の業績は厳しさを増しているようだ。12月調査の『短観』でも業況判断は予想よりも悪く、内需の不振が企業業績の下振れ要因になりつつある。内需不振の種をまいたのは企業自身であり、利益を溜めることのみに進んだことの付けが回ってきたといえるだろう。家計が消費することによって企業は潤うことになるのだが、消費の原資となる給与が増えないようでは、企業の売上、利益は伸びるわけがない。

営業利益と給与（前年比）



出所：財務省

『法人企業統計調査』（財務省）から長期の売上高や利益の動向を探ってみよう。それによると、07年7-9月期と97年7-9月期の10年間に売上高は1.091倍になっているのに対して、営業利益は1.453倍と売上高の伸びを大幅に上回っている。一方、従業員給与は0.873倍と売上高の伸びに満たず、従業員給与の犠牲によって営業利益の増大が実現されたことがわかる。従業員給与に著しい皺寄せがおよぶと、それぞれの企業の利益は拡大しても、経済全体の購買力は弱まり、需要不足に陥るのは目に見えている。

07年7-9月期の売上高は前年比2.0%と06年4-6月期の8.6%をピークに5四半期連続して伸び率は鈍化した。それでも03年4-6月期以降4年半も前年を上回り、80年代後半以来の長期増収である。だが、これほど増収が続いているにもかかわらず、従業員一人当たりの給与（賞与を含む）は07年7-9月期、前年比-2.6%と2期連続のマイナスだ。03年4-6月期の増収期間、従業員一人当たりの給与が前年を上回ったのは6四半期にすぎず、12四半期はマイナスとなっている。

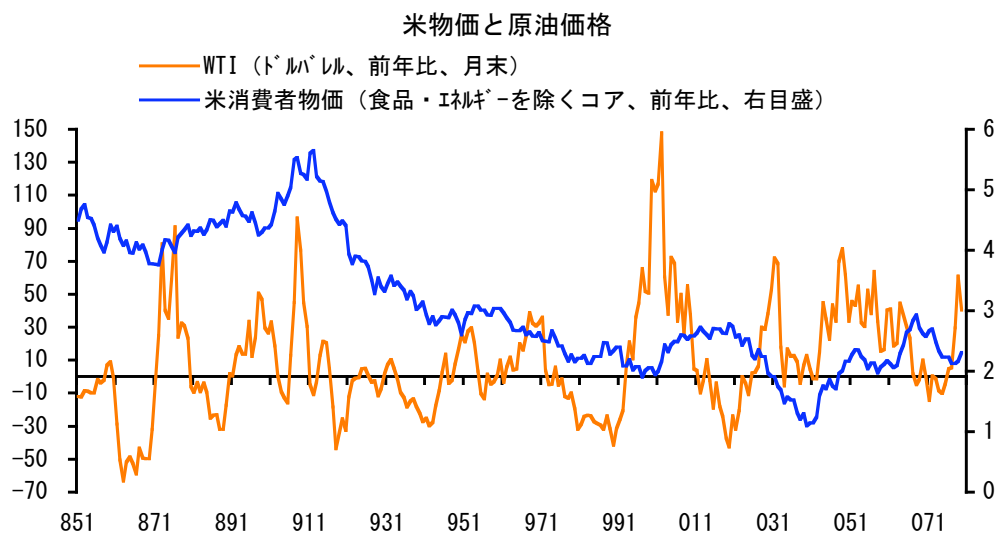
これほど給与が抑制されたのは、厳しい経済不況により労働市場が完全な買い手市場になり、経営者の力があまりにも強くなりすぎたからである。だが、経済が成り立つには、給与や利益が売上高の伸びに見合った拡大をする必要がある。そうでなければ、どこかに

矛盾が発生し、世の中がぎすぎすし、カネやモノの動きが円滑に回らなくなる。儲けた利益を抱え込めば抱え込むだけ、需要不足に陥るとするのは極めて教科書的レベルの問題である。しかし、今の日本は、経営者の権力強化によるこうした分配の歪みが、日本経済を不振にしている最大の要因になっていることを忘れてはならない。

■ FRB の利下げは続く

FRB の利下げや米欧 5 中銀の越年資金供給対策などが打ち出されたが、11 月の米物価指数の上昇、小売売上高の高い伸びによる利下げ観測の後退が米株式・債券の売りを誘った。米債利回りは 1 ヶ月ぶりの高い水準に上昇したが、安全性重視の運用姿勢に変化はなく、財務省証券の 3 ヶ月物金利は 1 週間で 0.13% 低下した。利下げ期待の後退から円ドル相場は 113 円台と 11 月上旬以来の円安ドル高となった。

利下げ観測は後退したが、これは一時的であり、来年 1 月 29、30 日開催の FOMC では金融緩和は実施されるだろう。今後、サブプライムの借り換え額は急増、米住宅不況はさらに深刻になり、しかも 1 月の FOMC の次は 3 月 18 日と 1 ヶ月半ほど間隔があるからである。

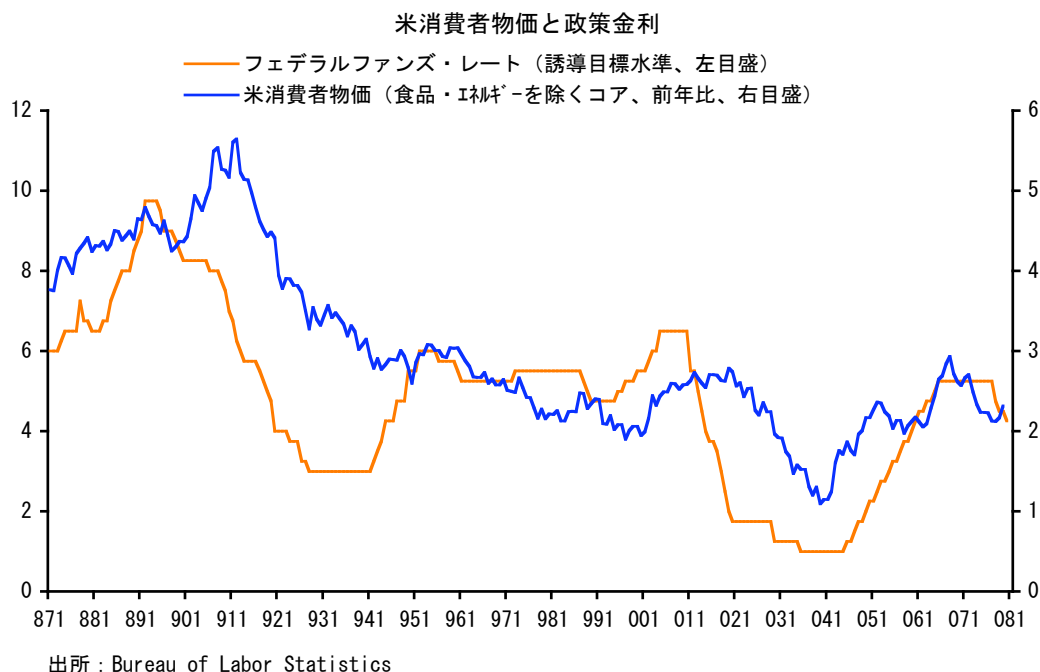


出所 : Bureau of Labor Statistics

11 月の米小売売上高は前月比 1.2% 増加したが、ガソリン高による影響が大きく、それを除けば半分程度の伸びになる。11 月の鉱工業生産指数は前月比 0.3% 増加したが、消費財は 4 ヶ月連続の前月比マイナスと不振であり、投資財も情報関連を除けば低調である。鉱工業生産指数の前年比伸び率は 2.1% と底這い状態だが、雇用者数の伸びも鈍化しており、消費が厳しくなるのは避けがたく、鉱工業生産が現状レベルを維持するのは難しいのではないか。

11 月の米生産者物価指数は前月比 3.2% と 1973 年 8 月以来 34 年 3 ヶ月ぶりの高い伸び

になった。ただ、コア指数（食品・エネルギーを除く）は前月比 0.4%、前年比では 2.0%と前月よりも 0.5 ポイント低下し、インフレが直ちに心配になるような状況ではない。消費者物価指数も 11 月、前月比 0.8%と予想以上に上昇したが、コア指数は 0.3%にとどまり、



前年比でも 2.3%と昨年の月次最高（前年比 2.9%）に比べれば低い。

設備稼働率はやや低下気味であるほか、単位労働コストも 07 年 7－9 月期まで 2 四半期連続の前期比マイナスとなり、物価の上昇が加速するような経済環境ではない。米経済の置かれている状況は、住宅バブルの破裂に端を発した不況をいかに止めるかということである。金融機関の抱えている不良債権を完全に償却するのは容易ではなく、当面、FRB は利下げを継続していかざるを得ないだろう。