

# 週刊マーケットレター (07年7月23日週号)

2007年7月22日

曾我 純

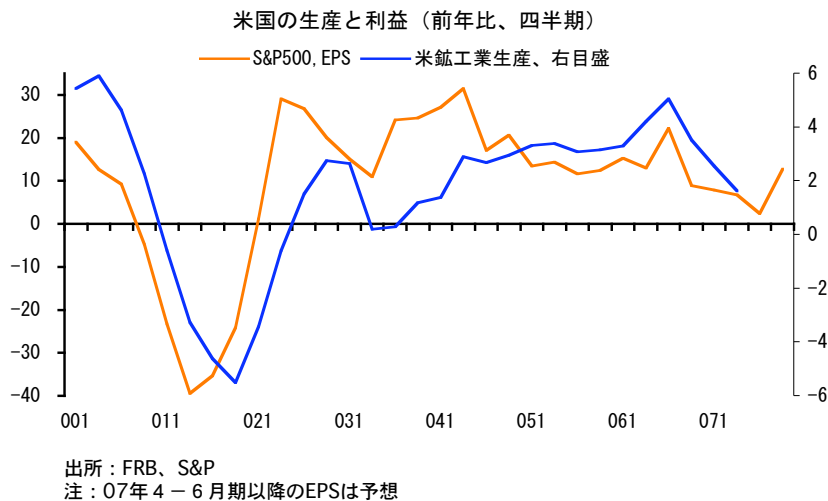
## ■主要マーケット指標

為替レート	7月20日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	121.25(121.90)	123.55	118.70
ドルユーロ	1.3830(1.3785)	1.3405	1.3590
ドルポンド	2.0550(2.0340)	1.9930	2.0035
スイスフランドル	1.2005(1.2035)	1.2380	1.2075
<b>短期金利(3ヵ月)</b>			
日本	0.78156(0.77063)	0.74375	0.66788
米国	5.36000(5.36000)	5.36000	5.35500
ユーロ	4.22850(4.21550)	4.15625	3.99063
スイス	2.72000(2.73583)	2.54000	2.33000
<b>長期金利(10年債)</b>			
日本	1.855(1.930)	1.890	1.680
米国	4.95(5.09)	5.13	4.67
英国	5.32(5.50)	5.48	5.04
ドイツ	4.43(4.61)	4.64	4.19
<b>株 式</b>			
日経平均株価	18157.93(18238.95)	18211.68	17452.62
TOPIX	1776.17(1783.20)	1783.72	1710.07
NY ダウ	13851.08(13907.25)	13489.42	12961.98
S&P500	1534.10(1552.50)	1512.84	1484.35
ナスダック	2687.60(2707.00)	2599.96	2526.39
FTSE100(英)	6585.2(6716.7)	6649.3	6486.8
DAX(独)	7874.85(8092.77)	8090.49	7342.54
<b>商品市況(先物)</b>			
CRB指数	324.44(325.09)	317.64	312.05
原油(WTI、ドル/バレル)	75.57(73.93)	68.19	63.38
金(ドル/トロイオンス)	683.9(665.8)	656.1	692.0

## ■ 「物価よりも景気」が気掛りな米国経済

バーナンキ FRB 議長は 18 日の議会証言で「FOMC(連邦公開市場委員会)はインフレを第1の懸念とみている」と述べ、景気よりも物価を重視した金融政策を目指しているようだ。だが、6月の消費者物価のコア指数は前年比 2.2%と前月と同じ伸びとなり、昨年9月の 2.9%から緩やかに低下している。生産者物価指数も6月、1.8%と6ヵ月連続1%台で推移しており、インフレ懸念はむしろ弱まっているのではないか。原油価格はバレル 75ドル台と昨年7月以来の高い水準に上昇し、銅も再び値上がりするなど、商品市況は予想

以上に強く、これがインフレ期待を高める恐れはあるが、实体经济の需要が昨年よりも弱くなっており、素材価格の上昇を最終製品へ転嫁するのはなかなか難しいのではないかと思う。



6月の米鉱工業生産は前月比0.5%と2ヵ月ぶりにプラスとなったが、前年比では1.4%と伸び率の低下は続いている。4－6月期は前年比1.6%と昨年7－9月期の5.1%から3期連続で低下し、鉱工業生産は米实体经济が減速していることを物語っている。需要の側面からも米国経済の勢いは衰えてきていることがわかる。6月の米小売売上高は前年比3.8%増にとどまり、実質ベースでは1%程度と冴えない。住宅不振により、家電製品は1.8%に伸びは低下したほか、家具等は1.8%減少した。6月の住宅着工件数は前月比2.3%と3ヵ月ぶりに前月を上回ったが、米国経済はサブプライム担保証券という爆弾を抱えているため、いまの住宅不況がすぐに底入れすることはない。サブプライム担保証券の膿が出尽くすまで不動産市況は回復することはないだろう。貿易統計からも米国の需要が力強さを失いつつあることが窺われる。5月の財の輸入は前年比4.0%増加したのに輸出は11.3%も伸びている。資本財も輸出が輸入の伸びを上回っており、国内需要の低迷を輸出で補っている様子が見て取れる。

18日、FRBが議会に提出した報告書によると、FRBは07年の実質GDP成長率見通しを2.25%～2.5%（2月時点の予測、2.5%～3.0%）へと下方修正した。消費者物価指数については2月時点と同じ2.0%～2.25%と予測しており、経済見通しからは物価よりも景気を懸念しているように思う。経済成長率の下限は0.25%だが、上限は0.5%も引き下げられており、今年の成長率は06年の3.3%から大幅に低下し、場合によっては02年以来の1%台に落ち込むことも考えられる。

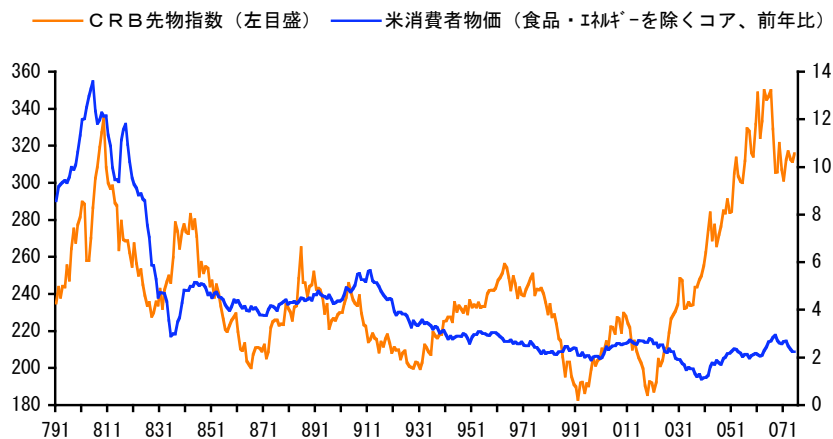
1－3月期の実質GDPは前年比1.9%と06年4－6月期以降、4四半期連続の低下とな

り、4-6月期も2%前後の伸びにとどまるだろう。経済成長率の大幅な低下は、取りも直さず企業の売上高や収益の低下を意味することになる。S&P500のEPS（1株当たりの利益）は07年1-3月期、前年比7.9%（出所：S&P）と昨年7-9月期の22.2%をピークに2四半期連続で低下しており、いま公表されつつある4-6月期は6.8%と前期を下回る見通しである。

## ■ 世界的な低賃金生産体制が資源高を吸収し物価安定を保つ

利益の伸びが鈍化し、サブプライムという不良債権を抱えながら、NYダウは14,000ドルを超えた。米国経済は低調でも海外部門で内需の低迷を補って余りある利益を稼ぎ出すことができると考えているのだろうか。資源高によってロシア、中近東諸国の高成長率が持続し、中国の設備投資を中心とした経済の拡大等が、米国の景気を支えるほど力をつけたのだろうか。日本の1960年代の実質経済成長率は年率10.4%であり、そのうち民間設備投資は18.0%であった。中国が戦後の日本のような経済発展をたどるかどうか体制、国土、人口があまりにも違いすぎ迂闊なことはいえないけれども、経済が走り出したとすれば、長期間、高い成長を持続することも否定できない。成長とともに賃金は上昇、原価率は悪化することになるが、まだ低賃金によるコスト面での優位性は続くであろう。

商品市況と物価



出所：Bureau of Labor Statistics

資源高を吸収できるだけの生産コストの削減が、世界的な低賃金生産体制により可能になり、最終製品価格は極めて安定している。資源高にもかかわらず最終製品が安いということは最終製品にいたる段階で、資源高の高コストを吸収しているからである。資源産出国や資源関連企業は、購入する製品価格はほとんど変わらず、産出物と投入物の差益は著しく拡大している。70年代の石油危機では最終製品の価格も高騰し、原油値上り益はすぐ

に消えてしまったが、今回は最終製品が安定しているので、値上り益はいつまでも確保できている。低賃金生産体制が続く限り、最終製品価格の安定は損なわれず、資源国や資源関連企業には巨額の富や利益が転がり込むことになる。

日本の「企業物価指数」にも資源高の特徴がよくあらわれている。6月の素原料価格は前年比 9.2%、中間財は 4.9%、最終財は 1.1%と素原料生産企業ほど価格面で有利なことがわかる。鉄鋼、非鉄金属価格の2桁増に対して、電気、輸送、精密は前年割れだ。日本の鉄鋼・非鉄金属メーカーは海外から高い原料を輸入しており、価格が高いからといって利益が上がるわけではないが、生産量の拡大と生産性の面から予想以上の利益がでるかもしれない。