

# 週刊マーケットレター（06年11月20日週号）

2006年11月19日

曾我 純

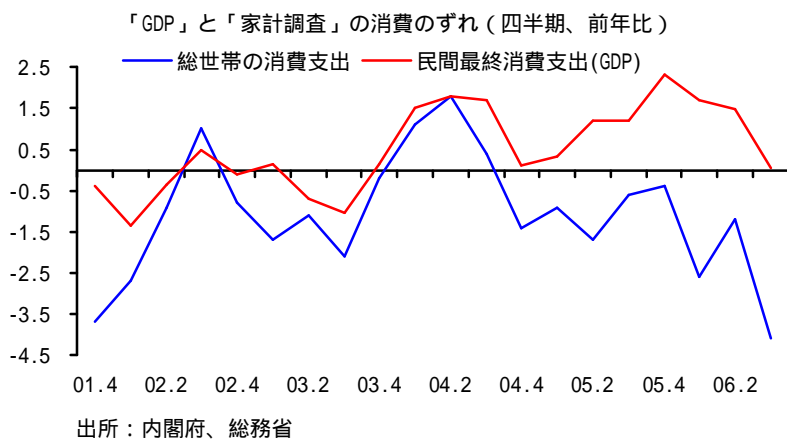
## 主要マーケット指標

為替レート	11月17日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	117.65(117.60)	118.75	115.95
ドルユーロ	1.2825(1.2835)	1.2545	1.2830
ドルポンド	1.8945(1.9015)	1.8715	1.8845
スイスフランドル	1.2445(1.2405)	1.2675	1.2325
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.49875(0.45675)	0.43688	0.41813
米国	5.37500(5.37438)	5.37438	5.3925
ユーロ	3.60300(3.58438)	3.50038	3.23363
スイス	1.91750(1.87250)	1.84667	1.62000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.710(1.675)	1.795	1.825
米国	4.60(4.59)	4.77	4.86
英国	4.55(4.52)	4.63	4.67
ドイツ	3.72(3.72)	3.80	3.92
<b>株 式</b>			
日経平均株価	16091.73(16112.43)	16611.59	16020.84
TOPIX	1573.54(1581.37)	1637.95	1631.46
NY ダウ	12342.56(12108.43)	11950.02	11334.96
S&P500	1401.20(1380.90)	1364.05	1297.48
ナスダック	2445.86(2389.72)	2344.95	2157.61
FTSE100（英）	6192.0(6208.4)	6108.6	5900.4
DAX（独）	6412.36(6357.77)	6115.10	5833.51
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	305.79(310.74)	308.16	331.69
原油（WTI、ドル/バレル）	55.81(59.59)	58.93	70.06
金（ドル/トロイオンス）	621.5(628.4)	589.7	615.4

## 実体経済を反映しない日本のGDP統計

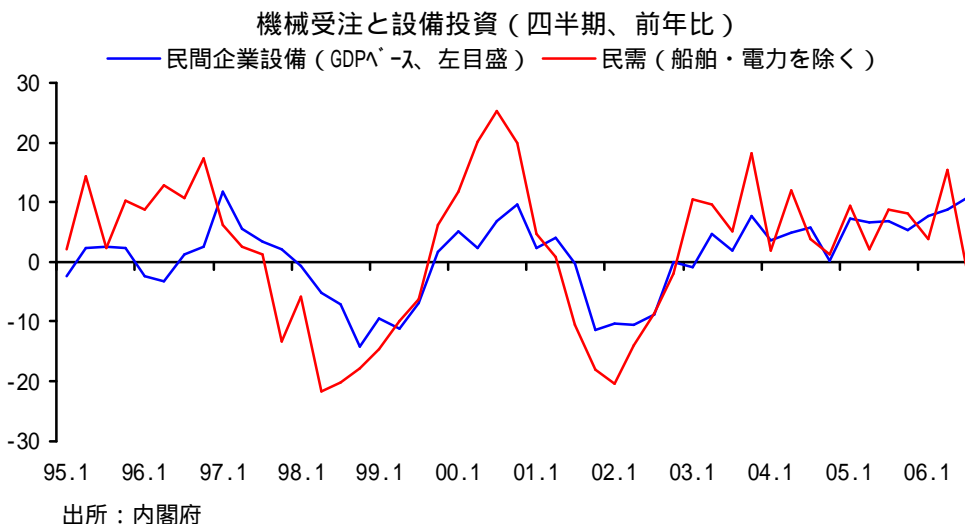
GDP速報発表当日の日経平均株価は上昇したが、その後は3連敗とされた。債券相場も公表日は弱気が優勢となり売られたが、売りが続くことはなく、地合いはしっかりしている。7 - 9月期の名目GDPは前年比1.9%と前期の伸びを0.5ポイント上回り、債券利回りよりも高くなったが、民間最終消費支出の伸びがゼロとなったことに不安を募らせたようだ。消費が伸びなければ、今景気を牽引している民間設備投資も早晩失速することは避けられないからである。

今になって消費が気になるとは、市場と実体経済のズレをさらけ出したようなものだ。消費の低迷は今に始まったことではなく、『家計調査』によれば、すでに今年の1月以降前年を割れ、不振に陥っていた。消費の低迷が続いているなかで景気拡大が持続し、株価が維持されているのは不思議だ。



7 - 9月期の「総世帯」の消費支出は前年比 4.1%減と大きく落ち込んでいるが、同期のGDPの民間最終消費支出はゼロにとどまっており、統計の食い違いが目立つ。グラフからいえることは、「総世帯」の消費

がプラスのときに比べて、マイナスのときのほうが隔たりが著しいということである。04年以降は『家計調査』と『GDP 統計』の消費の乖離がますます大きくなっており、世帯の人員を考慮してもこれほどの違いを埋めることはできず、統計への疑念が強まる。



7 - 9月期の民間最終消費支出は横ばいとなったが、民間企業設備は前年を 10.8%も上回り、97年1 - 3月期以来の高い伸びとなった。これだけでGDPを 1.7%引き上げ、さらに民間在庫品増による 0.7%と外需の 0.2%の寄与が加わり、公的固定資本形成のマイナス(-0.7%)を埋め、GDPは 1.9%増加したのである。

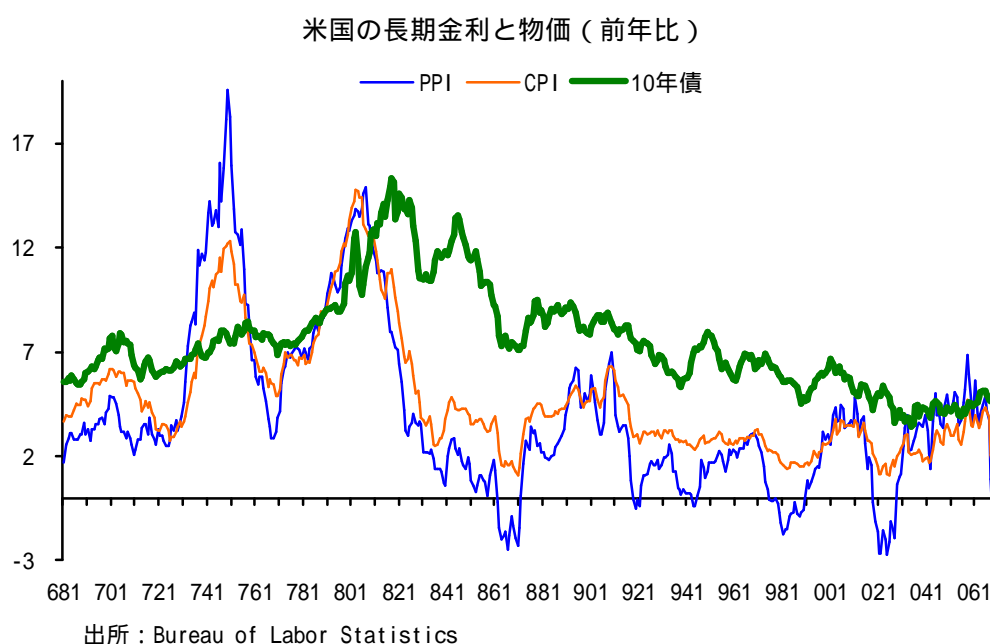
民間最終消費が伸びず、民間企業設備が2桁増を記録したことから、GDPに占める民間企業設備比率は 16.3%に上昇し、逆に、民間最終消費の比率は 56.6%に低下した。気まぐれで

変わりやすい設備投資に頼ることは経済の不安定さを増すことでもある。好調な設備投資が逆回転をはじめることになれば、景気は一気に下降することになる。米国に比べて日本の景気の拡大期間が短く波が大きいのは、設備投資の比率が高いからである。7 - 9月期の米国の設備投資比率は10.6%と日本より5.7ポイントも低く、変動しやすい設備投資の影響の出方が小さい。

機械受注とGDPベースの設備投資は似通った動きをしているが、7 - 9月期については前者はマイナス、後者は2桁増と反対に動いた。非居住用の建築は堅調だが、『鉱工業生産』の資本財出荷（輸送機械を除く）も7 - 9月期は伸びが低下しており、設備投資がこれほど力強いという証拠は見当たらない。消費に加えて設備投資も統計の整合性に乏しく、株式市場のブレを増幅する要因になるとも限らない。

### 米物価情勢を一変させた原油安

原油価格が下がれば、米株式は堅調に推移する。原油高の修正は、米物価をしずめ、利下げを後押しするであろう。エネルギー関係の支出が少なくなり、その分、非エネルギー関連の支出に振り向けることができる。総合的に原油安は米国経済を強くするようにとらえられているのだと思う。一方、日本はプラスになった物価も原油安によって、再びマイナスとなるだけでなく、原油高特需の剥落で民間設備投資の悪化から、デフレが強まる恐れがあり、外人は日本株に関わりたくないと考えているのではないだろうか。まして、予想株価収益率はNYダウの15倍台に対して日経平均株価は20倍と高く、リスクの高い国からリスクの低い国に資金を移すのは当然の結果である。



それにしても、原油安の米物価への効目はおおきかった。10月の生産者物価指数（PPI）

は前月比 1.6%、コア（食品・エネルギーを除く）も 0.9%それぞれ下落した。生産者物価の下落は企業の原価低下につながり、販売価格が同じ比率で下がらなければ、収益が拡大することになる。10月の消費者物価指数（CPI）は前月比 0.5%低下したが、コアは 0.1%上昇し、企業収益の拡大期待が米株式市場を強気にしているように思う。

PPI は前年比でも -1.6%と約 4 年ぶりの前年割れとなり、コアも 0.6%に低下した。CPI の前年比の伸びは 1.3%と 02 年 6 月以来の低い伸びとなったが、コアは 2.7%と前月よりも 0.2 ポイント低下したにとどまった。ただ、原油価格はバレル 55 ドル台に低下しているため、PPI コアの一段の低下が予想され、CPI コアにも徐々に効いてくるだろう。

10月の米小売売上高はガソリン給油所の販売下落により、前年比 4.5%に鈍化した。住宅着工件数は 148.6 万戸と 00 年 7 月以来 6 年 3 ヶ月ぶりの低い水準に落ち込んだ。長期金利の水準が低く、景気の拡大が続いていることなどから 80 年代後半のような激しい住宅不況は回避できるのではないか。だが、住宅の落ち込みは耐久消費財の売れ行きに響き、消費の伸びは緩やか減速することになるだろう。