

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(04年6月7週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年6月7週号）

2004年6月6日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

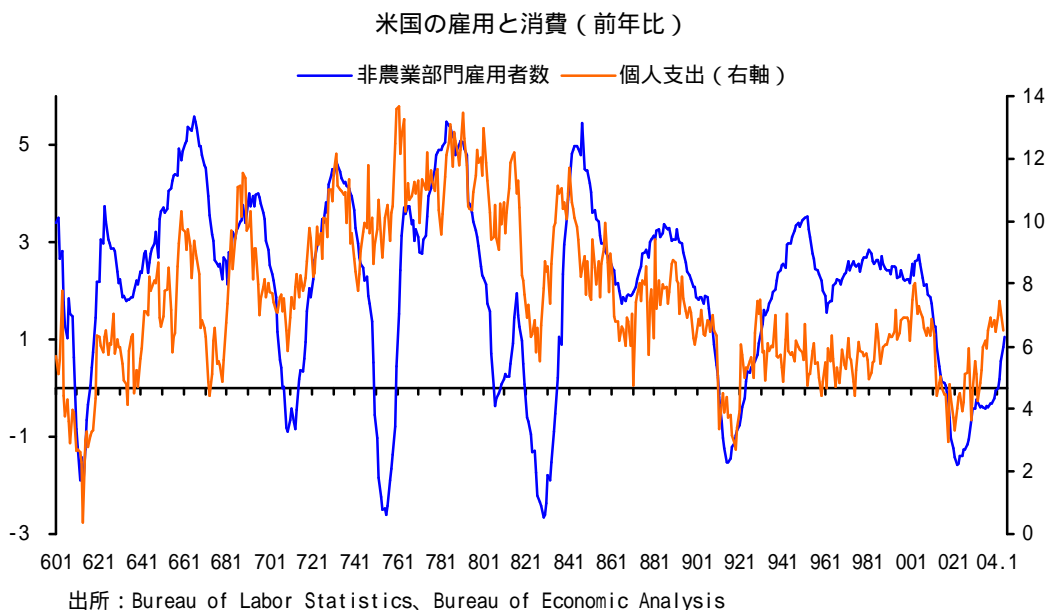
主要マーケット指標

為替レート	6月4日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	111.05(110.20)	109.40	111.10
ドルユーロ	1.2285(1.2215)	1.2100	1.2200
ドルポンド	1.8395(1.8335)	1.7940	1.8205
スイスフランドル	1.2390(1.2525)	1.2815	1.2935
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.04875(0.04875)	0.04750	0.05125
米国	1.37375(1.31500)	1.18000	1.12000
ユーロ	2.10013(2.08744)	2.07163	2.04988
スイス	0.29333(0.26000)	0.26000	0.26000
長期金利(10年債)			
日本	1.595(1.510)	1.535	1.410
米国	4.77(4.64)	4.56	4.01
英国	5.22(5.17)	4.94	4.81
ドイツ	4.39(4.31)	4.15	4.08
株 式			
日経平均株価	11128.05(11309.57)	11761.79	11401.79
TOPIX	1124.97(1142.38)	1186.31	1120.67
NYダウ	10242.82(10188.45)	10317.20	10588.00
S&P500	1122.50(1120.68)	1119.55	1154.88
ナスダック	1978.62(1986.74)	1950.48	2055.11
FTSE100(英)	4454.4(4430.7)	4547.2	4559.1
DAX(独)	3961.93(3902.72)	3990.75	4133.78
商品市況(先物)			
CRB指数	274.75(277.25)	277.64	272.65
原油(WTI、ドル/バレル)	38.49(39.88)	38.98	36.64
金(ドル/トロイオンス)	390.9(394.0)	391.4	392.9

米雇用の拡大にも反応鈍い市場

市場関係者が注目していた5月の米雇用統計は予想を上回る雇用の改善を示したが、マーケットへの影響は乏しかった。NYダウは2週連続の上昇となったが、金利上昇に対する不安感などから高値は薄く、相場は詰まってきた。6月末のFOMCでFFレートの0.25%の引き上げは織り込んだが、その後、どの程度の利上げが実施されるのかを見極める必要があり、様子見姿勢の投資家が増加している。

1 - 3月期の米企業収益は前年比 30%を超える増益となったが、株価は収益を先取りし



てしまい、4 - 6 月期以降、よほどの利益がでない限り、株価は反応しないはずだ。ナスダック総合指数も戻りは鈍く、2,000 の手前でもたついている。5 月末のナスダック総合指数は前年比 24.5% と 1 月をピークに 4 ヶ月連続で低下した。

1 - 3 月期の米名目 GDP は前年比 6.7% 増加しており、これと比べると長期金利の水準は低いが、設備稼働率が依然低いことから、長期金利は 4 % 台でも民間設備投資を刺激するのは難しいのではないかと。雇用は改善しているが、資本財受注（国防、航空機を除く）は前年比 10% 程度で頭打ちになってきており、民間設備投資の拡大余地は限られてきている。

雇用の拡大は非製造業から製造業に波及してきており、雇用の改善が消費増につながる見通しである。ただ、昨年の減税効果が出尽くし、雇用増がその代役になる程度で、消費が著しく伸びることはないであろう。民間部門の賃金は 5 月、前年比 +2.4% と低く、雇用者の 1 % 増を加えても 3.4% の伸びにすぎない。消費は賃金と雇用の伸びにほぼ見合っていることが、過去の統計から明らかであり、賃金の伸びを低い水準に押さえれば、消費の雇用依存は高まる。雇用の拡大のみが消費の決め手になることから、これからも雇用統計に一喜一憂することになるだろう。

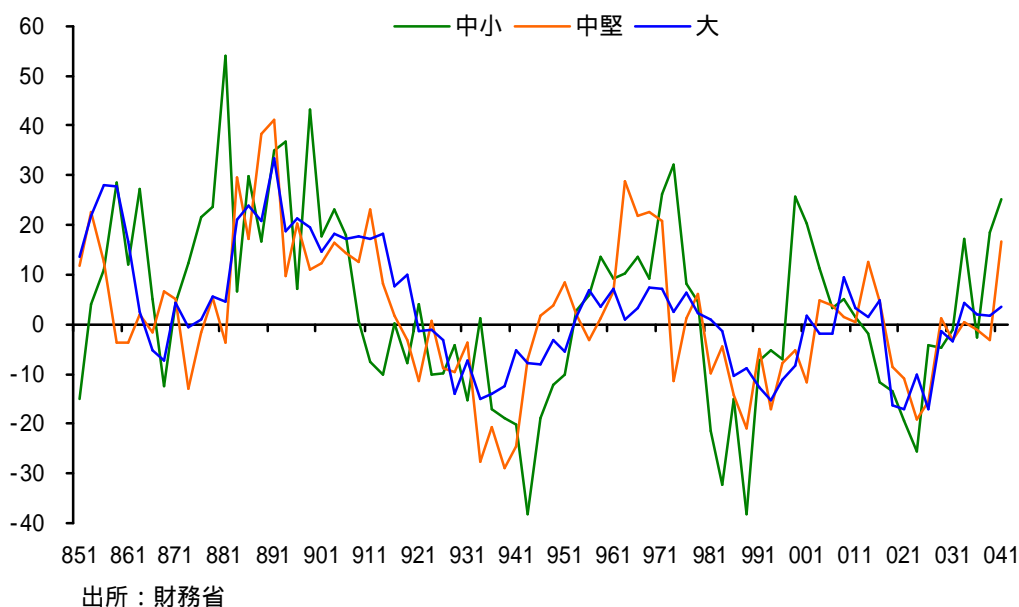
設備投資、04 年 1 - 3 月期がピークに

財務省の『法人企業統計』によると、今年 1 - 3 月期の全産業の売上高は前年比 2.4% 増加した。4 四半期連続のプラスだが、伸び率は前期より 0.7 ポイント低下した。販管費比率は前年と同じだったが、売上高原価率が 0.6 ポイント改善したため、売上高営業利益率は 4.0% と 0.6 ポイント上昇し、営業利益は 20.8% の増加となった。営業利益は 01 年 10-12

月期の 31.1%減を底に回復過程にある。IT バブル期は底から 6 四半期目に最高となったことなどから予測すれば、昨年 10-12 月期 (22.0%) がピークになる可能性が強い。

収益に遅行する設備投資は 10.2%増と IT バブル期を上回り、消費税率引き上げ前の駆け込み需要で急増した 97 年 1 - 3 月期以来 7 年ぶりの高い伸びとなった。底からの拡大期間は 8 四半期目となり、前回ピークを付けるまでに要した期間が経過し、設備投資はおそらく 1 - 3 月期がピークになるはずだ。設備投資を企業規模別にみると、中小企業 (資本金 1 億円未満) は +25.1%と急増しているのに対して、大企業 (10 億円以上) は +3.6%と低調なのである。中堅企業 (1 億円以上 10 億円未満) も 16.8%増加しており、大企業の慎重な投資マインドが浮き彫りになる。

企業規模別設備投資 (前年比)



業績の拡大によって、人件費は前年比 2.3%増と 2 四半期連続のプラスとなり、売上高の伸びとほぼ同じになった。昨年 10-12 月期までの 5 四半期、売上が人件費の伸びを上回り、収益の拡大に寄与していたが、人件費の増加傾向が続けば収益を圧迫することになる。人員は +3.2%と 4 四半期連続の増加となったが、1 人当りの人件費は前年を 0.9%下回っている。大企業と中堅企業は 1.2%、1.5%それぞれプラスだが、中小企業は 1.7%減だ。中小企業の人員は全体の 66%を占めており、消費へのインパクトは大きい。長期的に 1 人当りの人件費をみると、04 年 1 - 3 月期までの 14 年間で中小企業は 8.3%、中堅は 11.9%、大企業は 15.9%の増加となっており、企業規模による人件費格差は拡大している。1 人当りの人件費の格差拡大が消費の回復を遅らしているだけでなく、社会的ストレスの増大ともなり、経済の安定性を損なう要因になっているように見受けられる。