

週刊マーケットレター（04年10月11日週号）

2004年10月10日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

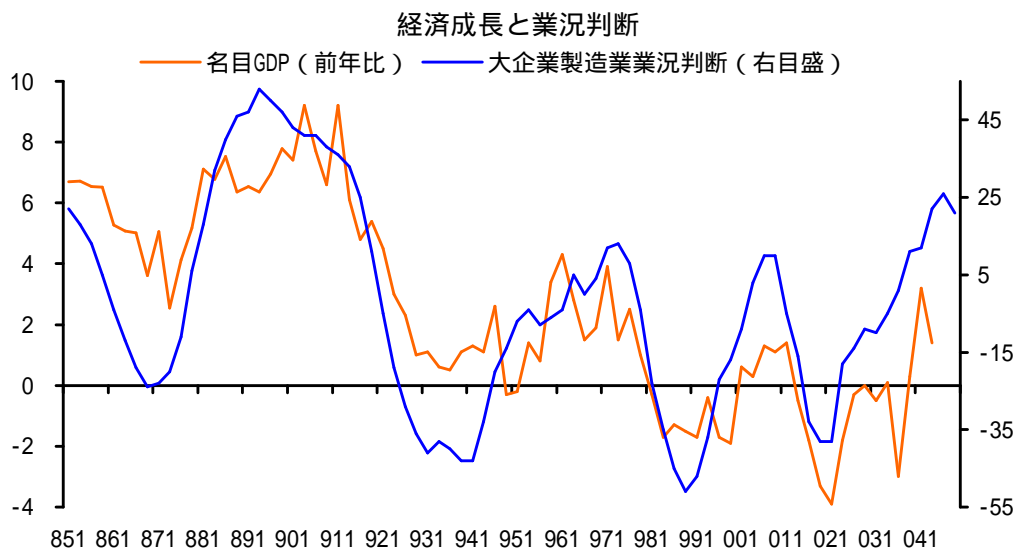
主要マーケット指標

為替レート	10月8日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	109.50(110.50)	109.35	108.00
ドルユーロ	1.2410(1.2415)	1.2185	1.2385
ドルポンド	1.7940(1.7975)	1.7865	1.8500
スイスフランドル	1.2510(1.2505)	1.2605	1.2255
短期金利（3カ月）			
日本	0.05188(0.05375)	0.05063	0.05125
米国	2.06000(2.02750)	1.86250	1.59000
ユーロ	2.14863(2.14663)	2.11438	2.11238
スイス	0.72000(0.70000)	0.67667	0.47167
長期金利（10年債）			
日本	1.565(1.470)	1.620	1.755
米国	4.13(4.19)	4.16	4.47
英国	4.79(4.86)	4.96	5.04
ドイツ	3.94(4.02)	4.13	4.22
株 式			
日経平均株価	11349.35(10985.17)	11279.19	11322.23
TOPIX	1140.06(1117.29)	1144.13	1135.00
NY ダウ	10055.20(10192.65)	10313.36	10171.56
S&P500	1122.14(1131.50)	1116.27	1109.11
ナスダック	1919.97(1942.20)	1850.64	1935.32
FTSE100（英）	4698.9(4659.6)	4558.4	4381.1
DAX（独）	4015.54(3994.96)	3884.16	3934.48
商品市況（先物）			
CRB 指数	287.60(285.24)	270.54	272.45
原油（WTI、ドル/バレル）	53.31(50.12)	42.77	40.33
金（ドル/トロイオンス）	423.1(419.5)	399.8	407.8

楽観できない『短観』の内容

『日銀短観』の大企業製造業業況判断を好感し、日経平均株価は戻したというが、戻りは一時的であり、今週は再び軟調な相場となろう。9月の大企業製造業の業況判断（「良い」 - 「悪い」）は予想よりも改善したが、すでに最悪期から10四半期経過しており、過去の好転期間と比較しても業況判断はピークに達したと判断できるからだ。業況判断は13年ぶりの高い水準に回復したにもかかわらず、日経平均株価は4月下旬の高値を越えることはできなかった。90年代では97、'00年の2回、業況判断は好転したが、そのときには日経

平均株価は 20,000 円まで戻った。今回の改善の度合いは過去 2 回の業況判断をはるかに上回ったが、株価の戻りは鈍く、12,000 円台がやっとであった。業況判断は大幅に改善したけれども、市場参加者は経済の長期停滞は免れないと判断しているからであろう。



出所：日銀、内閣府

注：業況判断DI (「良い」 - 「悪い」、%)、2004年12月は見通し

全規模全産業の業況判断は 2% と前期比 2 ポイントの改善にとどまり、輸出や素材価格上昇の恩恵の大きい大企業製造業中心の回復であったといえる。改善が遅れている内需依存度の高い中小非製造業は -17% と依然マイナス幅は大きい。

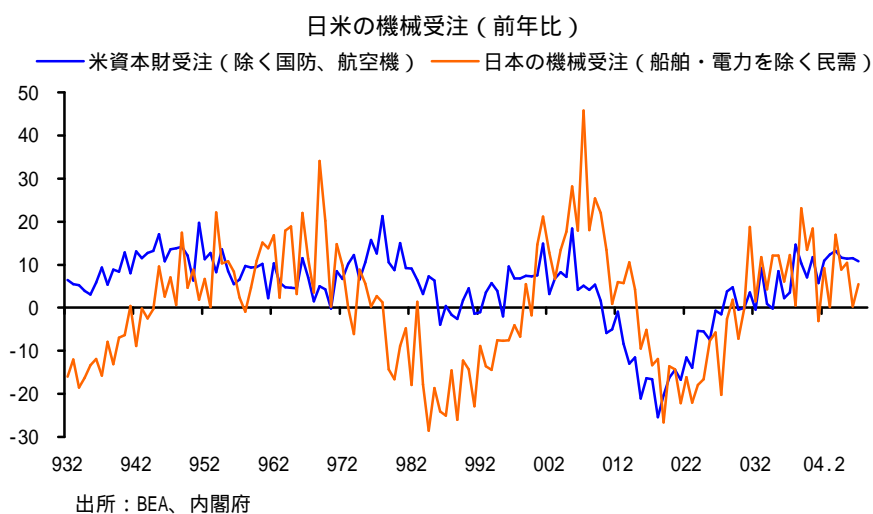
全規模全産業の業績計画を 04 年度の上下期別にみると、売上高は前年比 2.1%、1.1%、経常利益は 18.8%、9.0% と下期は減速する見通しである。設備投資 (ソフトウェア含む、土地除く) 計画についても慎重になりつつあり、全規模全産業では上期の前年比 11.1% に対して下期は 3.3% に引き下げている。製造業の主力である電気機械の設備投資は上期 60.4%、下期 4.6% と急ブレーキが掛かる計画となっている。設備投資は計画から稼働まで時間を要するため、不確実性を回避することは不可能である。不確実性に基づく設備投資の変動が景気のブームとスランプを引き起こす最大の要因であり、いつの時代にも時間の要素の入り込む設備投資の変動から逃れることはできないのである。

不安募る米雇用統計

市場関係者だけでなく選挙関係者も注目していた 9 月の米非農業部門雇用者数は前月比 9.6 万増と予想や前月の数値を下回り、米国の雇用改善が弱まってきていることを裏付けた。今年 3 月には 35.3 万人増加したが、その後増加ペースは落ちてきており、米国経済の勢いは弱まりつつある。過去数ヵ月、労働時間は一定だし、時間当りの賃金も微増に押さえられており、原油価格は 53 ドル台まで急騰したが、インフレが心配されるような情勢ではな

い。

個人消費支出は8月、前年比5.1%増と03年7月以来の低い伸びとなり、米国経済のエンジンである消費の減速が、企業の雇用政策に影響を及ぼす段階に差し掛かってきた。資本財受注の前年比伸び率も緩やかに低下しており、米企業は設備投資に慎重になりつつある様子が窺える。ITバブル期でさえも資本財受注の伸びが10%を超えたのは2ヵ月に過ぎなかったことから判断しても、今回の拡大がいかに強いものであったかがわかる。だが、いつのときも設備投資は行き過ぎる傾向があり、好調であればあるほど落ち込みも大きくなるものだ。米資本財受注の伸びはピークを付けた可能性が高く、資本財受注の先行性から推し量れば雇用の悪化する時期は近いのではないか。



9月のISM製造業景況指数は58.5と2ヵ月連続で低下し、今年1月に付けたピークから5.1ポイント低下した。水準自体は50を超えており、製造業の拡大を示しているが、雇用統計に先行する傾向があり、ISM製造業景況指数のピークからの低下は、その後に雇用の伸びが反落に向うことを示唆しているようだ。

機械受注に遅行する株価

8月の機械受注によると、民需（船舶・電力を除く）は前年比5.4%増と前月の伸びを上回った。ただ、上のチャートから明らかなように、民需の伸びが下降トレンドにあることは否定できない。一般機械や自動車工業の盛り返しで製造業は2桁増に回復したが、非製造業は主力の通信業が冴えず2ヵ月連続の前年割れとなった。

製造業の中核をなす電気機械は+2.6%とプラスには転じたが、今年4月までとは様変わりしており、今後前年割れに陥ることになる。前回のITバブル期には、電気機械の受注伸び率はピークアウトしてから14ヵ月後に底を打ち回復していった。今回もこのような速度で落ち込んでいくことになれば、来年早々にも谷を付け反発していくことになる。ただ、後退や回復パターンは毎回異なることから、過去と同じパターンを描く確立は小さく、谷

は浅かったり深かったりする。電気機械株価指数はピークから 15%程度下落しているが、今回、株価は受注の動きに遅行しており、その分下げ幅が大きくなるかもしれない。

