

週刊マーケットレター (04年12月20日週号)

2004年12月19日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

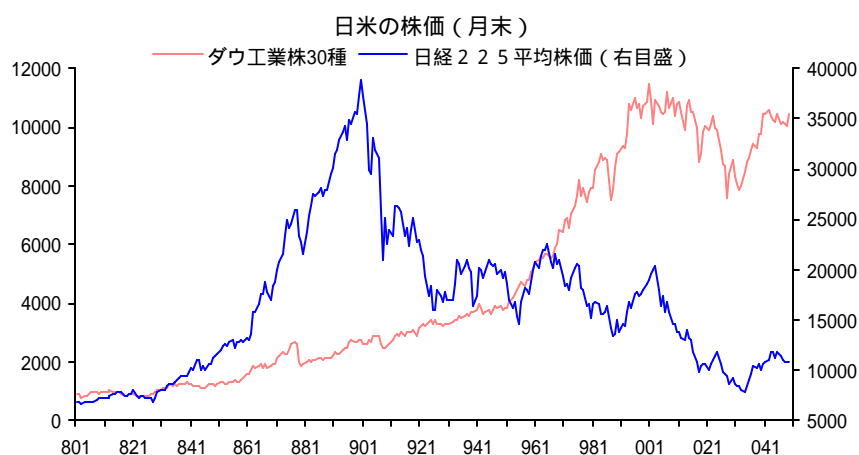
為替レート	12月17日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	104.20(105.25)	104.05	109.80
ドルユーロ	1.3305(1.3225)	1.3035	1.2190
ドルポンド	1.9415(1.9150)	1.8605	1.7940
スイスフランドル	1.1585(1.1605)	1.1625	1.2685
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.05188(0.05188)	0.05250	0.05188
米国	2.52000(2.48000)	2.33000	1.91000
ユーロ	2.17313(2.17100)	2.17175	2.11513
スイス	0.74167(0.77000)	0.77000	0.67667
長期金利(10年債)			
日本	1.395(1.380)	1.470	1.505
米国	4.20(4.15)	4.13	4.11
英国	4.49(4.52)	4.64	4.91
ドイツ	3.61(3.61)	3.75	4.01
株 式			
日経平均株価	11078.32(10756.80)	11131.29	11082.49
TOPIX	1111.35(1083.79)	1114.61	1118.55
NY ダウ	10649.92(10543.22)	10549.57	10284.46
S&P500	1194.20(1188.00)	1181.94	1128.55
ナスダック	2135.20(2128.07)	2099.68	1910.09
FTSE100(英)	4696.8(4694.0)	4795.9	4591.0
DAX(独)	4182.27(4174.55)	4183.41	3988.07
商品市況(先物)			
CRB 指数	287.19(276.62)	288.86	274.41
原油(WTI、ドル/バレル)	46.28(40.71)	46.84	45.59
金(ドル/トロイオンス)	441.6(433.9)	444.8	405.8

日本株保有の魅力失せる

欧米の株高や長期金利の低下等によって、日本の株価も値を保っていると言われているが、実体経済の悪化には逆らえず、下値を探る展開となろう。欧米の株式が堅調になれば、日本株も底堅く推移するというコメントをよくみかけるが、過去の間関係をみると相関関係の強いときもあるし、逆相関の期間も認められる。90年代以降のトレンドはほぼ逆に動いており、欧米の株高が直ちに日本の株高に結びつくというのはあまりにも単純だ。米国の収益増加率はピークアウトしており、米株価は実体経済からずれてきているのではないか。

今、米株式市場は実体経済ではなく、材料を中心とした美人投票に現を抜かしている。米国人の飽くなき予想の追求が、米株式市場を揺さぶる要因になりつつある。

売買代金に占める個人の割合は高まっているが、11月は6,000億円近い売り越しとなり、売り姿勢は強まっている。株価が少し戻れば個人の売りが嵩み、外人買いを打ち消してしまふ。予想株価収益率（20倍弱）、予想配当利回り（1%強）などの基本的な投資尺度からみても、日本の株式を保有する魅力は失せている。個人が売り姿勢を強めていることは、株式に魅力が感じられないことに、小泉流の上辺だけの改革では、日本経済は行き詰まると踏んでいるからだ。



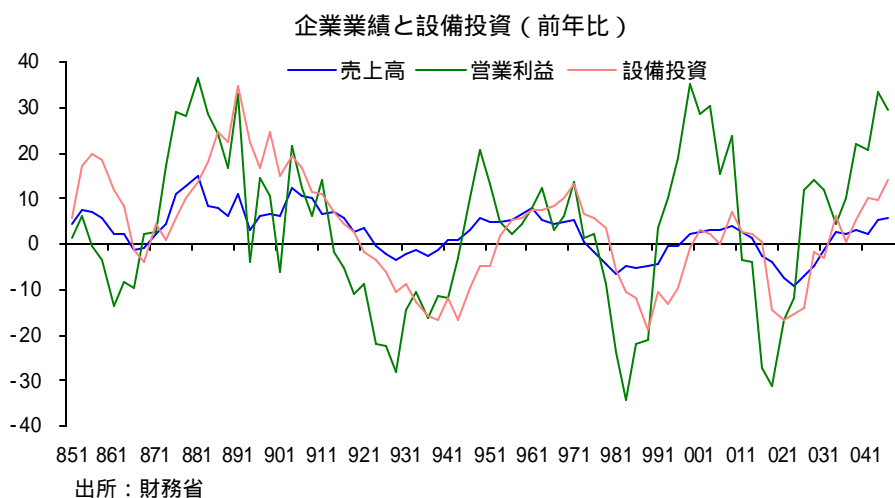
与党税制改正大綱では05年度に定率減税を2分の1に圧縮することが決まり、本格的な増税路線が引かれた。毎年家計部門から公的部門に金が吸い取られ、公的部門の赤字垂れ流しを補う仕組みが強化された。家計部門のフローの収入が減ることになれば、支出も当然少なくなる。家計部門の支出減少は、他の部門に変化がなければ、設備投資の削減となり、経済は縮小するであろう。

予想株価収益率は高すぎる。経済成長率が横ばいかマイナス見通しの経済状況では、予想株価収益率をもっと下がらなければ、長期投資することはできない。予想株価収益率は、日本経済がまだ数%伸びていることを前提に形成されているように思う。来年、マイナスの経済成長率が発表されてはじめて、日本経済の深刻さに思いを致すのであろう。

強気設備投資の反動減が05年度に出現か

6四半期連続して改善していた大企業製造業の業況判断（「良い」 - 「悪い」）は、12月調査で前期比4ポイント悪化の22に低下した。先行きは15と7ポイント悪化する見通しであり、ITバブル期以上に改善した業況判断は9月を境に悪化している。業況判断が悪化した業種は15業種中8業種だが、先行きでは14業種とほぼすべてが悪化すると予想されている。大企業非製造業は横ばいだったが、頭打ちの状態にあり、景気に敏感な製造業に遅れて悪化しよう。

大企業製造業の売上高は 04 年度上期、前年比 6.1% 増加したが、輸出の伸び悩みなどから下期は 4.3% に鈍化するようだ。経常利益も売上高の鈍化やコスト高によって、上期の 35.4% 増から 14.5% 増に低下する見通しである。大企業非製造業の経常利益も上期は 30.9% も伸びたが、下期は -7.1% と減益予想になっている。



業況判断や業績のピークアウトにもかかわらず、設備投資の伸びはさらに高くなっている。大企業製造業は上期の前年比+20.9% から下期には+25.4% に拡大し、大企業非製造業は -2.1% から +3.7% へとプラスに転じる計画である。だが、過去の設備投資と業績の関係をみると、業績に勢いがあるときに設備投資の決定がなされることから、設備投資が業績に遅行するのが一般的である。業績の伸びがピークを超えてもまだ設備投資の拡大を続けていけば、需要の低迷から設備稼働率の低下は目に見えている。04 年度の過大な設備投資の反動が 05 年度に顕在化し、景気後退を深刻なものにする要因になりそうである。

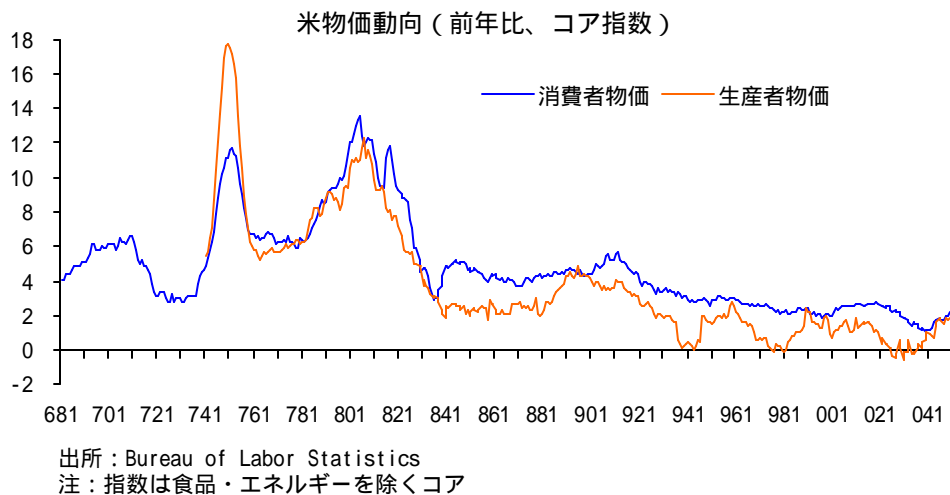
米製造業稼働率、11 月までの半年ほぼ横ばい

11 月の米鉱工業生産指数は前年比+4.2% と 5 月の+5.6% をピークに緩やかに低下している。資本財は 10.0% 増と高い伸びを維持しているが、消費財は+2.6% の伸びにとどまっており、資本財が生産をリードしている格好だ。消費財のなかでは家電が前年を大きく下回っているほか、自動車生産も低調である。鉱工業生産の 41% を占める原材料も消費財の不振から消費財関連は冴えない半面、資本財関連は前年を 10% 以上上回る好調ぶりである。だが、消費財の低迷が長引けば、資本財生産に影響がでるのは避けがたく、さらに、その影響は原材料部門にも及び、鉱工業生産の伸びは大幅に鈍化しよう。

製造業の稼働率は 4 - 6 月期までは緩やかに回復していたが、その後はほぼ横ばいとなり、収益環境は悪化しつつある。ハイテク産業の稼働率はパソコン等や半導体関連の低下によって、11 月は 65.9% と 3 ヶ月前比 2.4 ポイント低下した。製品価格の下落と稼働率の

低下により、ハイテク産業の収益は厳しくなっていると考えられる。

製造業の稼働率が横ばいに近い動きをしていることは、物価環境に好影響を与えるであろう。11月の消費者物価指数（食品・エネルギーを除くコア）は前月比+0.2%、前年比+2.2%それぞれ上昇したが、住宅や自動車用燃料の急騰によるものであり、物価全体の動きは安定している。先週、原油価格は急反発したが、景気循環から判断すれば下落する方向にあり、物価へ及ぼす影響は弱まるであろう。賃金は名目GDPの伸びを下回っており、物価を取り巻く環境は好転しつつある。半年後、消費者物価指数は再び1%台に低下し、債券価格の上昇が期待できそうである。



（本年は今週号で最後とします。年初は1月10日号から開始します。1年間に起こったさまざまなことに思いを巡らしながら筆をおきます。良き正月をお迎えください）