

週刊マーケットレター（06年6月12日週号）

2006年6月11日

曾我 純

！主要マーケット指標

為替レート	6月9日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	113.95(111.70)	111.05	118.20
ドルユーロ	1.2915(1.2915)	1.2760	1.1910
ドルポンド	1.8415(1.8835)	1.8655	1.7365
スイスフランドル	1.2315(1.2075)	1.2215	1.3135
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.30250(0.31250)	0.12250	0.09688
米国	5.31000(5.27000)	5.16188	4.89000
ユーロ	2.95100(2.94750)	2.87213	2.69750
スイス	1.47000(1.45000)	1.40833	1.19000
長期金利（10年債）			
日本	1.845(1.905)	1.960	1.600
米国	4.97(4.99)	5.12	4.72
英国	4.58(4.59)	4.73	4.31
ドイツ	3.92(3.92)	4.03	3.64
株 式			
日経平均株価	14750.84(15789.31)	17190.91	16036.91
TOPIX	1498.68(1606.11)	1747.50	1641.01
NY ダウ	10891.92(11247.87)	11639.77	10972.28
S&P500	1252.30(1288.22)	1325.14	1272.23
ナスダック	2135.06(2219.41)	2338.25	2249.72
FTSE100（英）	5655.2(5764.6)	6105.6	5855.9
DAX（独）	5464.08(5687.04)	6140.72	5732.22
商品市況（先物）			
CRB 指数	340.09(350.05)	354.93	319.93
原油（WTI、ドル/バレル）	71.63(72.33)	70.69	60.47
金（ドル/トロイオンス）	608.2(635.5)	699.4	545.5

欧米に相対的に劣る日本の景気と株価の上昇

1週間でTOPIXは108ポイント、4月7日の年初来高値から285ポイントの急落である。いつものことだが、いったん相場が下げだすと不安が不安を呼び、つるべ落としのように下落する。日本経済が過去数ヵ月で劇的に変化したわけではないが、株価が実体経済から遊離していたため、なんらかの不安な兆しがあることになれば、一気に売り姿勢に傾いてしまう。特に、集団志向が強い日本人は、外人の売りにつられて株式市場の出口に殺到している。

景気は拡大しているとはいえ、6月で拡大期間はすでに53カ月に達しており、戦後2番目の長期拡大である。これだけ景気拡大が続いていることは、景気は成熟し、ピークアウトする 때가近づいていることでもある。いま景気が好調であるという報道を鵜呑みにするわけにはいかないのである。景気の長期拡大が先行きを不安にし、市場を神経質にしているのである。

しかも、日本株の上昇率は前年を5割以上上回り、欧米の主要市場の上昇率をはるかに超えていた。急落したとはいえ、先週末時点でも、日経平均株価は前年を32.2%上回っており、NYダウ(3.7%)、ナスダック(2.8%)とは比べ物にならないくらい高く、DAX(19.8%)よりも10ポイント以上高く、前年を依然大幅に上回っていることが売りの要因となってい



る。

OECDによると、日本の景気先行指数も上昇しているが、OECD全体の先行指数に比べれば、日本の上昇力は弱い。日本の景気先行指数の上昇力が弱いにもかかわらず、G7のなかでは日本株の上昇率が高いことは、实体经济とはなにか別の要因が株価を持ち上げていると考えたほうがよい。日本とOECDの景気を比較すると、株価が上昇に転じた03年以降もOECDよりも日本の景気拡大のテンポが弱いことがわかる。02年1月から06年4月までに、OECD景気先行指数は14.4%上昇したが、日本は7.4%増と約半分の伸びにとどまっている。日本経済の体力は回復してきたとはいえ、欧米の景気とは隔たりがあり、景気力の強さは本物ではないといえる。

株価だけがひとり上昇していたが、日本経済を映したものではなく、日銀のゼロ金利政策の影響が大きい。ゼロ金利をプラスにすることになれば、いままで株価を引き上げてきた要因がなくなることになる。機関投資家はまだ利益のある日本株を売って、そろそろ利上げも最終局面に近い米金融政策を睨みながら、現金選好を強める行動に移っている。日

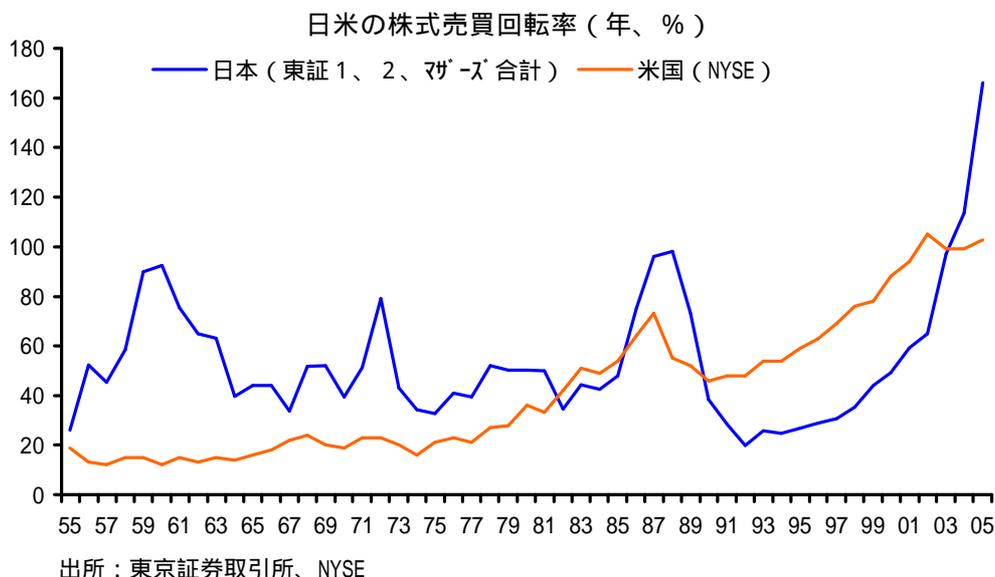
本株の不安はなかなか消えそうにない。

小泉政権は株価を回復させることによって、景気の回復を図ろうとした。ゼロ金利、量的緩和、株式手数料の自由化、売買単価の低下等にネット取引の普及が加わり、売買は過去にない規模に膨れ、1月、東証は売買の前面停止に追い込まれた。05年の売買回転率（東証1、2、マザーズ計）は166%とバブルのピーク時である89年（73.1%）の2倍以上になった。月間ではマザーズは1000%を超えるときもあり、株式市場は投機一色に染まった。

株式市場が活況になることで、消費や設備投資マインドの回復が期待できるが、企業や家計が投機の渦に巻き込まれることになれば、痛手は大きくなり、経済は激しく収縮するだろう。株式市場は実体経済以外のさまざまな要因の影響を受けるけれども、株式市場を過度に優遇したことに対する跳ね返りは相当きついものになると覚悟しておく必要がある。世界で例を見ないような特別な扱いを受けた市場であるだけに、優遇策が見直される衝撃は計り知れない。

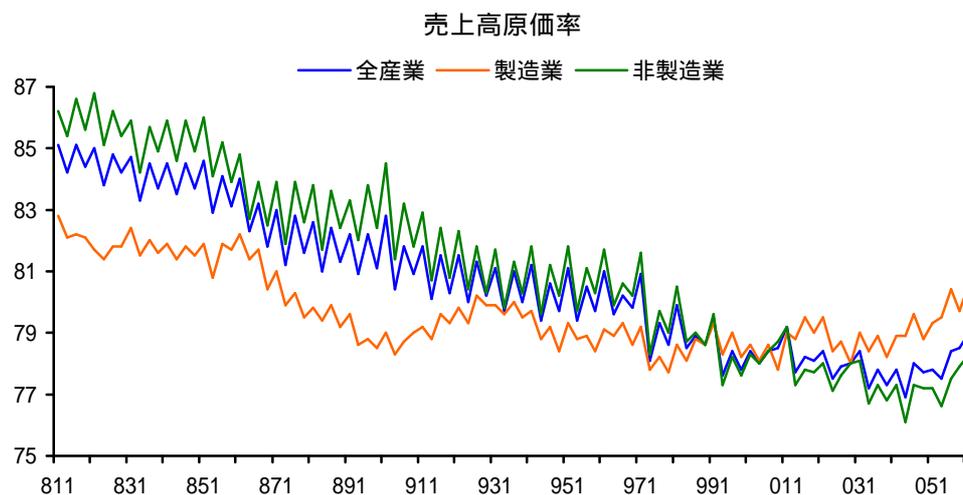
厳しさを増す企業の収益環境

原油高等の値上がりにより、企業業績の伸びは落ちてきた。財務省の「法人企業統計」によると、1 - 3月期の売上高は前年比5.0%増加したが、営業利益は0.3%とかなりプラスを維持できた。売上原価が6.6%増加し、売上高の増加額よりも増加したが、販管費が前年を0.8%下回ったことによって、営業増益となった。これで15四半期連続の増益だが、



04年4 - 6月期の33.5%をピークに伸び率は大幅に低下しており、4 - 6月期は前年割れになる確率が高くなった。減益期間が短期にとどまるのか、だらだら続くのかわからないが、少なくとも年内は減益率が拡大するだろう。そのような収益条件に基づけば、株価の下落もまだ序盤ということになる。

売上高原価率は04年4 - 6月期の76.9%から1 - 3月期には79.0%に上昇し、01年1 - 3月期以来の高い水準に上昇した。特に製造業の売上高原価率は80.6%と87年1 - 3月期以来19年ぶりの水準に悪化した。素材価格は乱高下しているが、4 - 6月期も仕入価格の



出所：財務省

高い原材料在庫を使用するため売上高原価率の改善は期待できない。

1 - 3月期の人員は3.4%増と3四半期連続で拡大したが、人件費は前年比2.0%と前期より低下した。人件費が人員の伸びを下回することは、一人当たりの給与が減少していることをあらわしている。景気の谷である02年1 - 3月期の一人当たり給与を06年1 - 3月期と比較すると、中小と中堅企業は3.6%、3.9%それぞれ減少しており、大企業だけが5.4%の増加である。中小、中堅企業が給与の厳しい削減をいまだに行っていることが、消費が回復しない最大の理由である。