

週刊マーケットレター（06年12月11日週号）

2006年12月10日

曾我 純

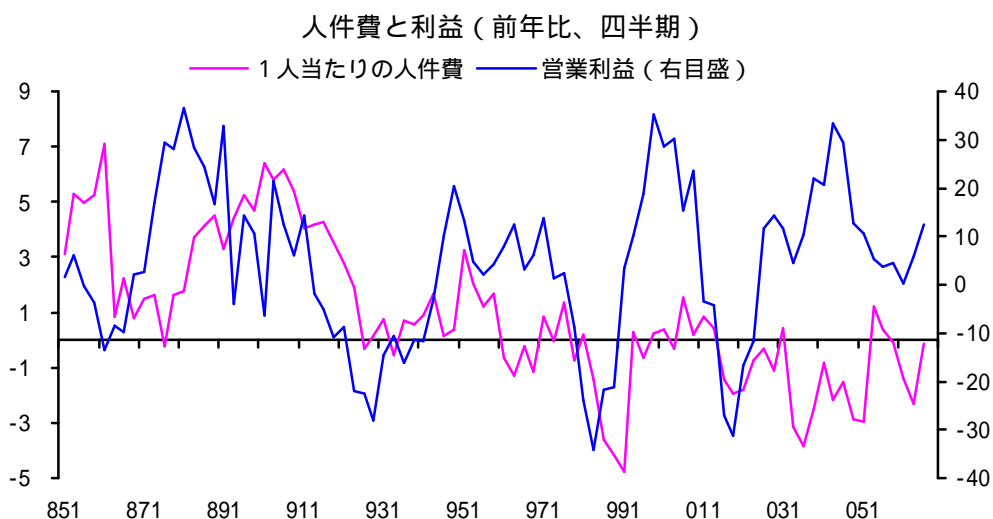
主要マーケット指標

為替レート	12月8日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	116.30(115.40)	117.80	116.90
ドルユーロ	1.3200(1.3335)	1.2755	1.2670
ドルポンド	1.9545(1.9795)	1.9055	1.8655
スイスフランドル	1.2045(1.1935)	1.2505	1.2465
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.60375(0.51625)	0.45000	0.41250
米国	5.35563(5.36563)	5.37442	5.39000
ユーロ	3.67125(3.63913)	3.58000	3.29950
スイス	1.97000(1.96000)	1.87333	1.70750
長期金利（10年債）			
日本	1.690(1.590)	1.720	1.715
米国	4.55(4.43)	4.63	4.77
英国	4.57(4.46)	4.57	4.56
ドイツ	3.73(3.66)	3.75	3.78
株 式			
日経平均株価	16417.82(16321.78)	16215.74	16080.46
TOPIX	1616.34(1604.90)	1597.50	1619.92
NY ダウ	12307.49(12194.13)	12176.54	11392.11
S&P500	1409.84(1396.71)	1385.72	1298.92
ナスダック	2437.36(2413.21)	2384.94	2165.79
FTSE100（英）	6152.4(6021.5)	6239.0	5879.3
DAX（独）	6427.41(6241.13)	6349.26	5795.26
商品市況（先物）			
CRB 指数	312.38(321.23)	313.23	320.39
原油（WTI、ドル/バレル）	62.03(63.43)	59.83	66.25
金（ドル/トロイオンス）	626.1(644.7)	616.4	609.6

非製造業の設備投資、バブル期以来の3期連続の2桁増

財務省の『法人企業統計』によると、7 - 9月期の全産業売上高は前年比 7.3%と前期より伸び率は 1.3 ポイント低下したものの依然高い増収を維持している。売上原価は売上高の伸びを上回ったが、販管費が下回ったため、営業利益は+12.5%と2四半期連続で拡大し、05年1 - 3月期以来6四半期ぶりの2桁増益となった。これで営業利益の前年比プラスは4年以上続いており、前回（ITバブル期）のときの8四半期を大きく超えた。経常利益は営業外収入が増加した一方、営業外費用が減少したため、15.5%と2四半期連続の2桁増と

なり、06年度上期の利益計画を大幅に上回る好業績を収めたといえる。



収益が好調なのは、輸出等を背景に売上がバブル期並みに伸びていることに加えて、企業が生産コストを抑制しているからである。7 - 9月期の人件費は前年比 4.4%と 97年 10-12月期以来約 9年ぶりの高い伸びとなったが、一人当たりの人件費は引き続き前年を下回っている。7 - 9月期、人件費が売上高並みに伸びたと仮定すれば、営業利益は 1.8%増に鈍化してしまう。売上が高い伸びを維持しているときは、売上原価が大幅に悪化することはないが、いったん、売上の伸びが低下したり、減収になったりすると、人件費等をすぐには引き下げることはできず、収益率は急激に悪化することになる。

高収益を支えているもうひとつの要因は、設備投資が前年比 12.0%と前期より 4.6ポイント低下したものの、3四半期連続の2桁の伸びを維持しているからである。設備投資需要は企業間取引であることから、企業の売上や利益に直接関係してくる。

製造業の設備投資は 7.3%と伸び率は2四半期連続して低下したが、非製造業はその 43%を占めるサービス業の+22.5%増や情報通信業の+26.3%などによって 14.8%も伸びた。非製造業の設備投資は3四半期連続の2桁増となったが、これはバブル期以来の拡大であり、超低金利による資金のたぶつきが、設備投資意欲を過度に刺激した結果のように思われる。

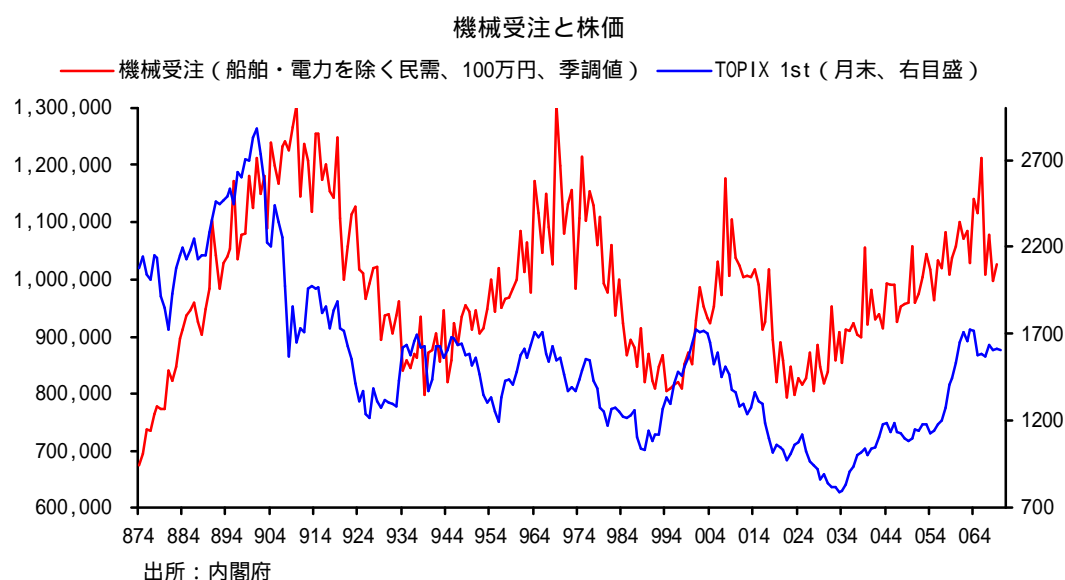
設備投資の前年比プラスは3年半と長期化しており、生産能力が顕著に拡大している分野もみられ、生産過剰リスクが高まりつつあるように思う。特に、需要の変動が大きい輸出はいまのところプラスの伸びだが、資源高の特需に依存している部分が大きく、商品市況が一段下げることになれば、機械等の需要は急速に萎む恐れがある。

10月の『機械受注』によると、民需（船舶・電力を除く）は前年比-1.2%と4ヵ月連続の前年割れである。製造業は 2.2%とプラスを保っているが、非製造業（船舶・電力を除く）は-4.2%と4ヵ月連続のマイナスとなり受注の足を引っ張った。7 - 9月期の非製造業は

7.7%減と2桁増となった設備投資とは異なる動きをしている。最近、機械受注の先行性はほとんど認められず、設備投資と似通った動きをしていることは、非製造業の設備投資も早晩マイナスになる可能性が高いということである。

季節調整値をみると、10月の民需（船舶・電力を除く）は06年6月のピークから15.4%も落ち込んでいる。主力の電気機械、自動車・同部品は前年を32.7%、31.8%それぞれ下回っており、ピークを越え完全に下り坂に入ったようだ。

電気機械株価を左右する半導体製造装置の受注は10月、前年比12.7%減少した。前年割れは05年8月以来14ヵ月ぶりであり、06年6月のピーク（113.5%）から4ヵ月目でマイナスになるといういつもの激しい動きである。10月の電子部品・デバイス工業の在庫がITバブル期以来の高水準に積みあがっているため、半導体製造装置はしばらく不振から抜け出すのは難しい。



機械受注から電気機械株価だけでなく株価指数も上値は重く、下降トレンドにあると判断できる。バブル期以降4回の民需（船舶・電力を除く、季調値）のピークとTOPIXの位置関係をみると、いずれもTOPIXが先行してピークアウトしている。先行期間はバブル期が11ヵ月であり、民需がピークするとき株価はすでに大幅に下落していた。今回のケースでは株価は3月が高値であり、民需との差は3ヵ月にすぎず、先行期間はこれまでのなかでは最も短い。株価がピークを付けて持ち堪えるケースは過去にはなく、今回の株価の動きは異例といえるだろう。