

週刊マーケットレター（05年4月4日週号）

2005年4月3日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

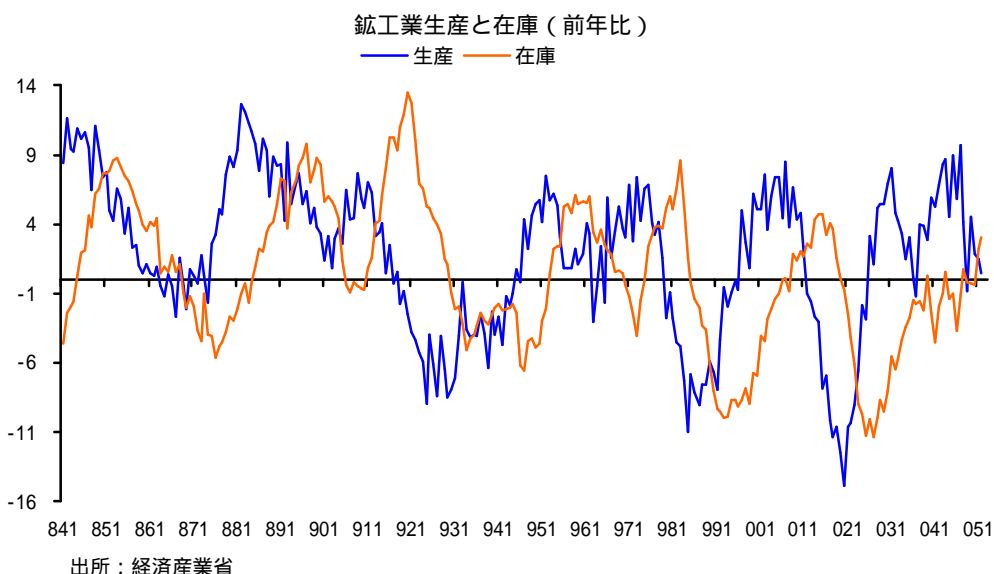
為替レート	4月1日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	107.55(106.40)	104.40	102.80
ドルユーロ	1.2915(1.2960)	1.3190	1.3470
ドルポンド	1.8810(1.8695)	1.9205	1.9045
スイスフランドル	1.2035(1.2000)	1.1655	1.1470
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05438(0.05438)	0.05063	0.05313
米国	3.12000(3.09000)	2.93000	2.56438
ユーロ	2.14338(2.14444)	2.13481	2.15438
スイス	0.77000(0.75667)	0.75833	0.71667
長期金利（10年債）			
日本	1.335(1.365)	1.490	1.435
米国	4.45(4.59)	4.37	4.21
英国	4.73(4.80)	4.78	4.53
ドイツ	3.60(3.71)	3.72	3.68
株 式			
日経平均株価	11723.63(11761.10)	11780.53	11488.76
TOPIX	1186.50(1193.77)	1179.90	1149.63
NY ダウ	10404.30(10442.87)	10830.00	10729.43
S&P500	1172.92(1171.42)	1210.41	1202.08
ナスダック	1984.81(1991.06)	2071.25	2152.15
FTSE100（英）	4914.0(4922.5)	5000.5	4814.3
DAX（独）	4373.53(4343.60)	4383.62	4291.53
商品市況（先物）			
CRB 指数	311.88(306.88)	305.26	280.31
原油（WTI、ドル/バレル）	57.27(54.84)	51.68	42.12
金（ドル/トロイオンス）	425.9(424.7)	432.9	428.7

2月の鉱工業生産、資本財出荷急減

2月の鉱工業生産指数は前月比-2.1%と2ヵ月ぶりに低下した。過去半年の前月比増減をみると、プラスは昨年11月と今年1月の2回にすぎず、あとはマイナスであった。一方、在庫は4回の前月比増を記録しており、生産の調整にもかかわらず在庫が思うような水準に低下していないことがわかる。

鉱工業生産指数は前年比では0.5%増加し、プラスを保っているが、3ヵ月連続の伸び率低下となり、3月は昨年10月以来のマイナスになる可能性が高い。在庫は前年比+3.0%と

2ヵ月連続の増加となり、01年9月以来の高い水準だ。前回のIT景気後の生産調整期には在庫は+4.7%まで増加したが、今回はどの程度まで上昇するだろうか。在庫が高い水準にあることから、生産減が予想されるが、需要動向とどの程度の減産が行われるかで積み上がった在庫が、適正水準に調整される期間が決まってくる。80年代後半のバブル期以来の高い伸びを記録した生産が、先行き強気の景気見通しに支配され、小幅な減産にとどまるならば、生産調整は長期化しよう。マスコミの景気論調は依然「強気」だが、そうした他人任せの景気判断にしたがって、生産や設備投資を拡大することになれば、痛い目に合うことは目に見えている。



民間設備投資や輸出の拡大によって予想外の好調を享受してきた資本財（輸送機械を除く）出荷は2月、前月比-15.6%も激減した。生産も5.8%減少したが、出荷が異常に落ち込んだため、在庫と在庫率はいずれも4ヵ月連続の前月比プラスとなった。前年比2桁増が続いていた資本財生産は+3.2%に急低下、機械受注の動向等を加味して判断するならば、民間設備投資は明らかに冷え込む方向にある。

景気に敏感な生産財の生産は2月、前年比-2.0%と3ヵ月連続でマイナス幅は拡大し、景気減速を示している。在庫がじわじわ増加しているため、生産財生産は低下を余儀なくされよう。鉱工業生産に占める生産財の割合は約5割と高いことから、生産財の減産が鉱工業生産を低下させることになると思う。鉱工業生産の前年比伸び率が谷をつけるのは今夏以降になりそうである。

実体経済と『日銀短観』の隔たり

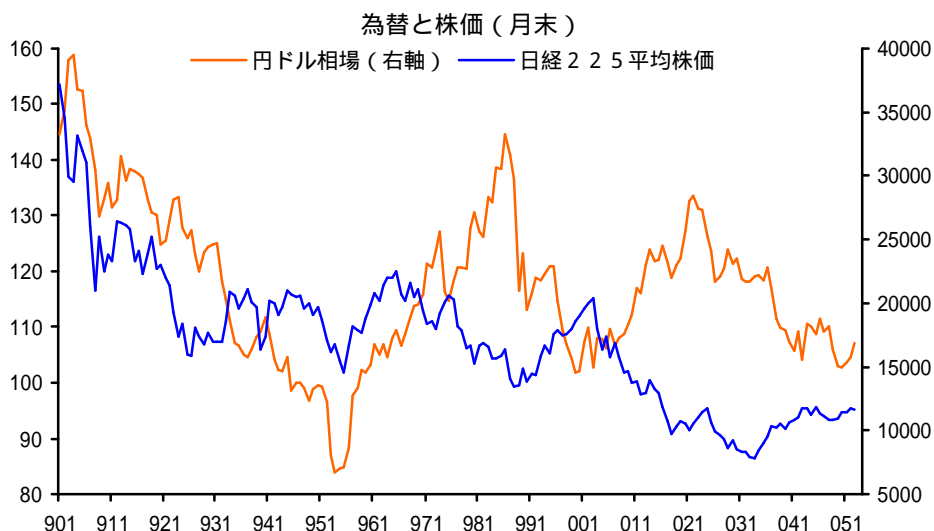
3月調査の『日銀短観』によると、大企業製造業の業況判断（「良い」 - 「悪い」、%）は14%と12月調査から8ポイント低下した。先行きは14%と横ばいになっているが、05年度上期の業績は04年度下期の伸びを下回り、経常利益は前年割れの計画である。大企業非

製造業の業況判断は11%と前期比横ばいであり、先行きも10%の見通しだ。だが、04年度下期の経常利益は前年比-6.9%と上期の+31.1%から減益に転じる計画であり、業況判断を収益との関連で考えるならば、業況判断に違和感を覚えるのは不思議ではない。

05年上期の収益計画は前年割れを見込んでいるが、大企業の設備投資は05年度上期、前年比+9.6%と04年度下期をやや上回る計画である。財務省の『法人企業統計』によると、大企業全産業の設備投資は04年10-12月期、前年比13.4%増と高い伸びを維持している。ただ、『短観』のように04年度下期が上期を大幅に上回ることは考えにくい。全産業の設備投資は04年10-12月期、前年比+3.5%と7-9月期まで3四半期連続の2桁増から鈍化した（『法人企業統計』）。『短観』では全規模全産業ベースの設備投資は04年上期の+4.7%から下期には+8.8%に拡大する計画である。機械受注や資本財出荷が大幅に落ち込んでいるなかで、設備投資が拡大するというのはあまりにも現実離れした計画ではないだろうか。

外人慎重、個人見切り発車の日本株

米政策金利の上昇幅拡大見通しから米国株式の上昇期待は薄れ、外人の日本株に対する姿勢も変化し、3月25日までの2週間の日本株買越額は1,746億円へと減少した。3月の米非農業部門雇用者は前月比11万人増と前月に比べ増加数は縮小したが、原油価格は最高値を更新、3月のISM物価指数が急上昇するなど、物価情勢は金利引上げムードを高めている。こうした米国の物価環境と金利引上げの状況下では、外人は米国株式だけでなく日本株に対しても慎重にならざるを得ない。



外人の日本株買越額の減少に伴い円ドル相場は円安ドル高に変わっていった。長期の円ドル相場と日本の株価を比較すると、円高ドル安局面では日本の株高傾向が強い半面、円安ドル高局面では日本株安がみられる。こうした為替を動かす力は米金融政策であり、米国経済の成長速度である。

外人は日本株に慎重になりだしたが、個人は買い姿勢を強めている。3月25日時点の信用買残は3.09兆円と5週連続の増加となり、04年5月以来の高水準となった。04年下期の収益悪化にもかかわらず、個人の買いが旺盛になった要因はなにであろうか。景気の早期好転に自信を持っているのか、単なる見切り発車なのか、数ヵ月後には結果は判明するだろう。