

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(03年 10月 27日週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（03年10月27日週号）

2003年10月27日

曾我 純

主要マーケット指標

為替レート	10月24日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	109.25(109.35)	111.75	118.95
ドルユーロ	1.1780(1.1680)	1.1495	1.1475
ドルポンド	1.6975(1.6780)	1.6590	1.6160
スイスフランドル	1.3100(1.3280)	1.3515	1.3465
短期金利（3カ月）			
日本	0.05500(0.05375)	0.05300	0.04938
米国	1.16313(1.17000)	1.14000	1.11000
ユーロ	2.15013(2.15025)	2.13500	2.12025
スイス	0.23667(0.25000)	0.23833	0.29167
長期金利（10年債）			
日本	1.370(1.435)	1.265	1.000
米国	4.23(4.39)	4.13	4.16
英国	4.98(4.91)	4.61	4.42
ドイツ	4.24(4.32)	4.08	4.06
株 式			
日経平均株価	10335.70(11037.89)	10502.29	9671.00
TOPIX	1024.99(1094.59)	1043.66	945.27
NY ダウ	9582.46(9721.79)	9425.51	9112.51
S&P	1028.91(1039.32)	1009.38	981.60
ナスダック	1865.59(1912.36)	1843.70	1701.42
FTSE100（英）	4239.0(4344.0)	4236.4	4149.6
DAX（独）	3452.64(3516.67)	3307.34	3347.82
商品市況（先物）			
CRB 指数	249.34(243.31)	242.47	232.63
原油（WTI、ドル/バレル）	30.16(30.68)	28.24	30.22
金（ドル/トロイオンス）	388.9(371.8)	387.5	362.2

大手電機メーカーの減益・赤字が示す景気の実態

23日、日経平均株価は前日比-554円と今年最大の下げを記録した。23日までの3日間で826円下落し、バブル株価の修正が始まったようだ。鉱工業生産や機械受注など景気に敏感な経済指標が、景気下降の様子をはっきり示しているにもかかわらず、経済実態を顧みないつけが回ってきたのである。いつものことだが、相場が熱狂的になればなるほど、「あばたもえくぼ」のようにすべてが良く見えてくるのである。

大幅安となった23日には引け後、エレクトロニクスの代表企業であるといわれている「ソニー」の7-9月期の業績発表があった。売上高は前年比0.4%増加したが、金融ビジネスを除けば1.2%の減収である。金融ビジネス費用の増大などにより、営業利益は-34.3%の大幅減益となった。巷間伝えられている景気回復がソニーの場合は当てはまらなかった。米国依存度が高い分、米国の景気回復の恩恵を受けてもよさそうなものだが、ゲームという水物が業績の足を引っ張った。03年度の1株当り当期純利益（EPS）は54.1円と予想されており、予想株価収益率（PER）は70倍と市場平均よりも3倍以上高い。将来への期待だけで株価は維持されているが、投資家が収益性への疑念を強めることになれば、ソニーの株価は下落することになるだろう。

NECの9月中間期（03年4月～9月）の業績は、携帯電話の伸びなどにより、増収増益となった。営業利益は前年比倍増だが、売上原価率は悪化し、リストラによる販管費の削減により、利益を捻出した。子会社の上場などで、通期のEPSは24.2円と予想されているが、それでもPERは39倍に達している。

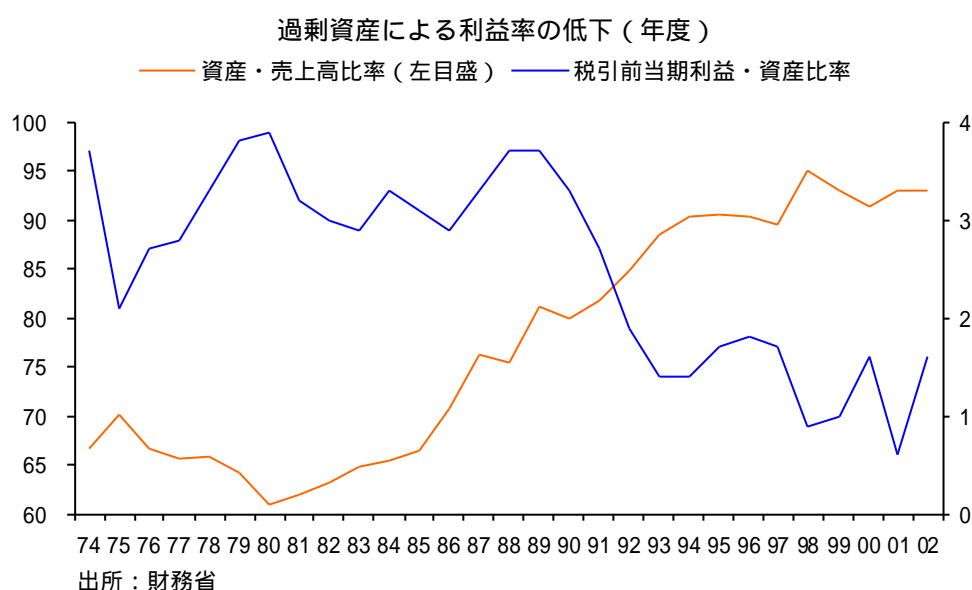
24日に業績発表をした東芝の9月中間期の売上高は前年比1.0%減少し、営業利益は120億円の赤字となった（前中間期は29億円の黒字）。当期純損失は322億円となり前中間期よりも赤字幅は58億円拡大した。会社計画によると、通期の当期純利益は250億円の黒字を見込んでいるが、達成の根拠は薄弱である。主力のデジタルプロダクツ部門（パソコン、テレビ等）の営業利益は上期、282億円の赤字だったが、下期は62億円の黒字を見込んでいる。パソコンの価格競争が沈静化する状況になく、下期の黒字転化は非現実的だ。計画通りに当期純利益が確保されても、EPSは7.8円にすぎず、PERは60倍を越えており、株価はきわめて割高である。

収益回復阻む過剰資産

『法人企業統計』（財務省）によると、02年度の全産業売上高は前年比-0.9%と2年連続で減少した。販管費比率は横ばいだが、粗利率の改善により、営業利益は8.4%増と2年ぶりのプラスになった。売上げが減少する環境で利益を拡大できたのは、従業員を71万人、前年比2.0%削減したからである。これによって、従業員給与が2.4兆円削減され、同額、営業利益は増加した。

従業員給与は2年連続の前年割れとなり、91年度以来11年ぶりの低い水準に落ちた。従業員給与の削減は消費マインドを冷やし、購買力を低下させている。給与の削減によって、企業は一時的に利益をだせるが、コスト削減だけでは収益を持続的に引き上げることはできない。03年度の売上高も低調になることは間違いなく、増益率は鈍化する見通しである。

02年度の特別損失は26.6兆円、前年比5.5兆円減少し、不良資産処理は峠を越したように見えるが、資産圧縮の進捗状況ははかばかしくなく、不良資産処理は引き延ばされている。02年度末の資産は1,235兆円と2年連続で減少し、95年度末のピークから110兆円減少した。同期間、売上高は158兆円減と資産以上に減少したため、02年度の資産・売上高比率は93.1%とほとんど変化していない。バブル以前の資産・売上高比率の最高は72年度の75.4%だが、この水準に資産を落とすには1,235兆円のうち235兆円を処分する必要がある。86年度までの28年間の平均である68%まで引き下げるには、資産をさらに100兆円圧縮しなければならない。



このように、資産バブルの処理はほとんど手付かずの状態であり、日本経済が本格的に回復していくには、あまりにも障害は大きいといわざるを得ない。過剰な資産を抱えた状態では収益率の改善は図れない。税引前当期純利益を資産で除した利益率は89年度の3.7%をピークに低下し続け、01年度は0.6%まで落ち込んだ。02年度は1.6%に回復したが、過剰資産を保有した状態での回復は高が知れている。