

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(03 年 12 月 8 日 週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（03年12月8日週号）

2003年12月7日

曾我 純

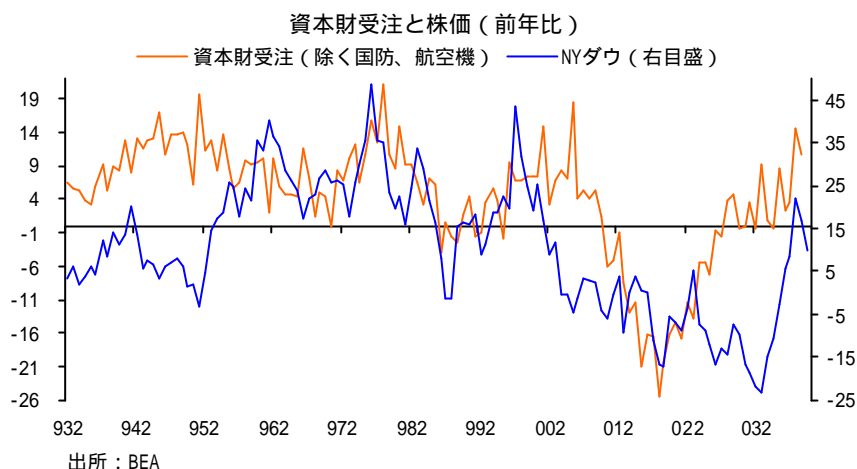
主要マーケット指標

為替レート	12月5日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	107.65(109.55)	109.85	116.95
ドルユーロ	1.2165(1.1995)	1.1440	1.11000
ドルポンド	1.7295(1.7220)	1.6740	1.5895
スイスフランドル	1.2745(1.2910)	1.3690	1.3835
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05750(0.05750)	0.05625	0.05288
米国	1.18000(1.17188)	1.17000	1.14219
ユーロ	2.15238(2.15425)	2.16300	2.15550
スイス	0.27500(0.26667)	0.25667	0.27000
長期金利（10年債）			
日本	1.415(1.310)	1.520	1.440
米国	4.23(4.33)	4.35	4.35
英国	4.89(5.04)	5.01	4.69
ドイツ	4.32(4.46)	4.37	4.30
株 式			
日経平均株価	10373.46(10100.57)	10837.54	10650.77
TOPIX	1019.42(999.75)	1063.31	1026.21
NY ダウ	9862.68(9782.46)	9820.83	9503.34
S&P	1061.50(1058.20)	1051.81	1021.39
ナスダック	1937.82(1960.26)	1959.37	1858.24
FTSE100（英）	4367.0(4342.6)	4303.4	4257.2
DAX（独）	3841.73(3745.95)	3717.70	3607.71
商品市況（先物）			
CRB 指数	257.54(249.88)	250.13	242.96
原油（WTI、ドル/バレル）	30.73(30.41)	30.30	28.88
金（ドル/トロイオンス）	406.4(396.8)	382.6	377.6

米非農業部門雇用者の前年割れ続く

11月の米雇用統計は改善したが、市場予想を下回ったため、週末の米株式相場は軟調な展開となった。失業率は5.9%と2ヵ月連続で低下し、非農業部門雇用者は前月比+5.7万人と4ヵ月連続で増加した。成人男性の失業率は0.1ポイント上昇し、10月に増加した製造業雇用者は11月、減少するなど雇用の改善は一様ではない。非農業部門雇用者は前年比-0.5%と今年2月以降マイナスが続いている。前月比の数値が予想よりも悪かったことが、株式の売りを誘った面もあるが、資本財受注の前年比伸び率がピークアウトしつつあるこ

などを考慮すれば、米株式相場は危険水域に近づいてきたといえる。



ドルは主要通貨に対して下落し、対ユーロで 1.21 ドル台へと安値を更新した。対円でも 11 月 18 日以来の 107 円台に下落し、ドルからユーロや円への資金シフトが進んでいる様子が窺える。OECD 作成の景気先行指数（10 月）をみると、米国は前年比 9.9%増となり、日本の+3.7%、EU15 の+3.9%に比べて伸びは著しく景気の過熱が心配になるほどだ。だが、この調子で景気が拡大し続けるとは考え難く、早晚、スローダウンすることは避けがたい。一方、日本および EU の景気回復力は弱く、来年以降も拡大が持続するとみられており、そうした景気のズレが為替レートに影響しているのだと思う。

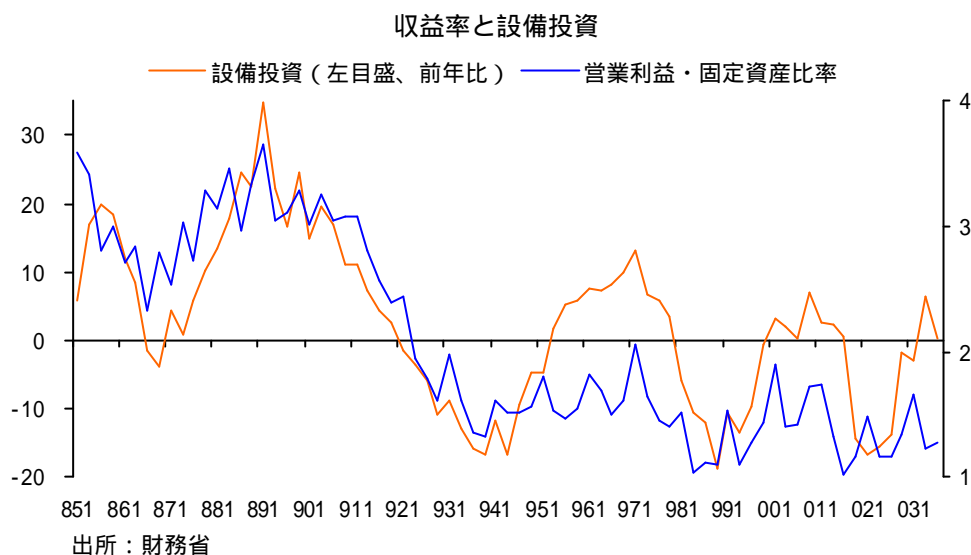
7 - 9 月期の企業収益、一部に偏る

財務省の『法人企業統計』によると、7 - 9 月期の売上高は前年比+2.2%と 2 四半期連続で増加した。昨年 7 - 9 月期が-6.9%の大幅減収だったことからみれば、伸び率は決して高くない。製造業は+1.3%と前期の+3.9%から伸びは低下した。一般機械や輸送機械は 2 桁増となったが、夏場の低温によって食品が 2 桁減となったほか、クーラー等の不振で電気機械もマイナスとなった。サービス業や運輸・通信業の拡大により、非製造業の売上高は 2.6%増と製造業の伸びを上回った。

営業利益は前年比 10.3%増と 02 年 7 - 9 月期以降、5 四半期連続のプラスとなった。製造業は 18.6%増加したが、02 年 10-12 月期の 71.2%増をピークに 3 四半期連続で伸び率は鈍化した。非製造業は 5.3%と 2 四半期ぶりのプラスとなったが、営業利益の前年比増加額の 7 割弱は製造業が占めた。製造業の営業利益のうち電気機械が 66.5%、一般機械が 20.6%を占めており、営業利益の増加は一部の業種に偏っているのである。

営業利益を固定資本で除した収益率は 1.3%と前期比 0.1 ポイントの上昇にとどまり、収益率の改善は進んでいない。低収益によって、設備投資は前年比+0.6%と前期の 6.4%増から

鈍化し、早くも失速しそうである。製造業の設備投資は 7.7%増に拡大したが、非製造業は -3.1%と 2 四半期ぶりに減少した。IT バブルの前の設備投資回復期でさえも、伸び率の最高は 7.1%増と 2 桁にとどかなかったことから推測するならば、今回の回復はそれを下回るのではないだろうか。



売上が 2.2%しか増加しないなかで営業利益を拡大できたのは人件費を 1.4%削減したからだ。01 年 7 - 9 月期以降、9 四半期連続して人件費は前年を下回ったが、02 年 10-12 月期以降は人件費が売上の伸び以下となっており、リストラによって利益を搾り出していることがわかる。

売上が伸び悩み、収益率の改善が進展しないのは、固定資本が売上規模に比較して過大なからであり、バブルは弾けていないのだ。10 月の現金給与総額が 2 ヶ月ぶりに前年を下回り、11 月の新車販売台数が前年比 6.6%落ち込むなど、需要は低迷しており、容易に回復しないであろう。11 月のマネーベースは前年比 16.7%増と 2 ヶ月連続で鈍化するなど、金融面からも、株式相場が強気になれるような条件は見当たらない。信用買い残も 4 週連続で減少し、投機相場は徐々に沈静化の方向にある。株式市場は実体経済に適した水準を摸索しつつあるように思う。