

週刊マーケットレター（05年3月14日週号）

2005年3月13日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

為替レート	3月11日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	104.00(104.75)	105.70	105.25
ドルユーロ	1.3460(1.3235)	1.2865	1.3225
ドルポンド	1.9245(1.9235)	1.8675	1.9150
スイスフランドル	1.1505(1.1690)	1.2105	1.1605
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05125(0.05125)	0.05250	0.05188
米国	3.01000(2.95875)	2.79438	2.48000
ユーロ	2.13344(2.13206)	2.13875	2.17100
スイス	0.74833(0.74833)	0.75583	0.77000
長期金利（10年債）			
日本	1.480(1.520)	1.400	1.380
米国	4.54(4.31)	4.08	4.15
英国	4.86(4.78)	4.51	4.52
ドイツ	3.77(3.69)	3.46	3.61
株 式			
日経平均株価	11923.89(11873.05)	11553.56	10756.80
TOPIX	1200.00(1192.11)	1160.70	1083.79
NY ダウ	10774.36(10940.55)	10796.01	10543.22
S&P500	1200.08(1222.12)	1205.30	1188.00
ナスダック	2041.60(2070.61)	2076.66	2128.07
FTSE100（英）	4982.0(5036.3)	5044.2	4694.0
DAX（独）	4360.49(4423.52)	4387.80	4174.55
商品市況（先物）			
CRB 指数	318.61(309.16)	286.18	276.62
原油（WTI、ドル/バレル）	54.43(53.78)	47.16	40.71
金（ドル/トロイオンス）	446.2(434.2)	420.5	433.9

商品市況高騰に端を発した米国市場の動揺

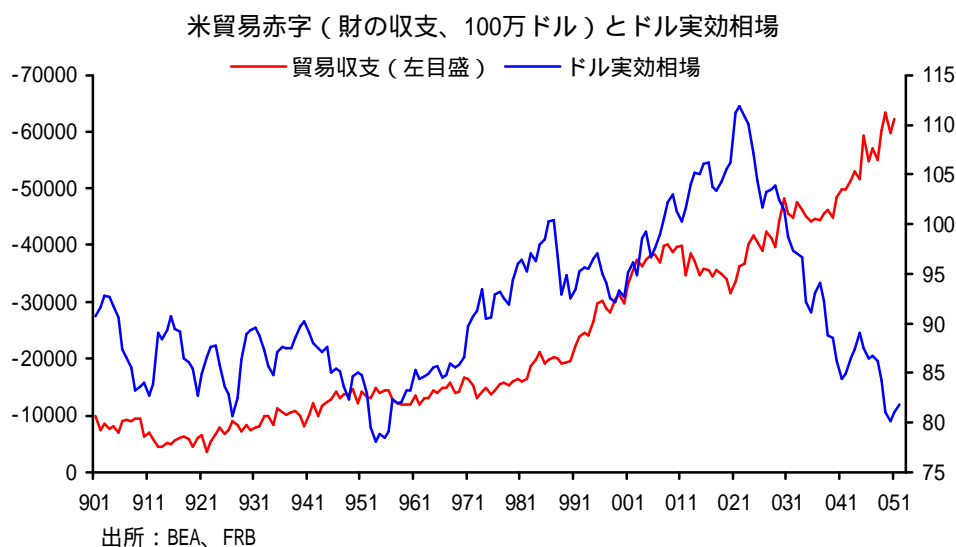
先週の日本と米国の市場は、トリプル高・安の正反対の動きをした。米短期金利の持続的な上昇が、長期金利を刺激し、利回りは昨年7月以来の高い水準まで上昇した。債券利回りの上昇が株式相場へも影響してきており、債券相場の動向に一層注意が注がれることになる。

需給関係の逼迫見通しによって、原油価格は過去最高値近辺に高止まっており、エネルギー多消費国である米国経済に、インフレ懸念が台頭している。商品市況の高騰は原油だ

けでなく金や穀物にも波及しており、商品市況の代表的指標である CRB は過去 3 ヶ月で 15.2%も上昇した。

原油産出国は『棚からぼたもち』のような超過利潤を取得できており、そのように獲得できたカネの運用に四苦八苦しているようだ。米株式市場に無闇に資金を投入するには相場は高すぎるし、利回りが上昇している債券市場に投下することもできなければ、ホット・マネーはユーロや一次産品に向わざるを得ないのかもしれない。

米貿易収支は財の輸入が 1 月、前年比 19.8%も増加し、財の赤字は 623 億ドルと過去 2 番目の赤字幅を記録した。昨年の財の赤字額は 21.5%増の 6,655 億ドルに膨れたが、今年は 7,500 億ドル前後に拡大しよう。サービスの収支は黒字だが、黒字幅は縮小しつつあり、財とサービスを合計しても、7,000 億ドル程度の赤字が見込まれる。こうした赤字見通しがドル安期待を高め、ドル表示の商品市況を高騰させているのである。商品市況の高騰がインフレ期待を高め、米債券安・株安・ドル安を引き起こし、さらに商品市況高という流れをつくっているように思える。

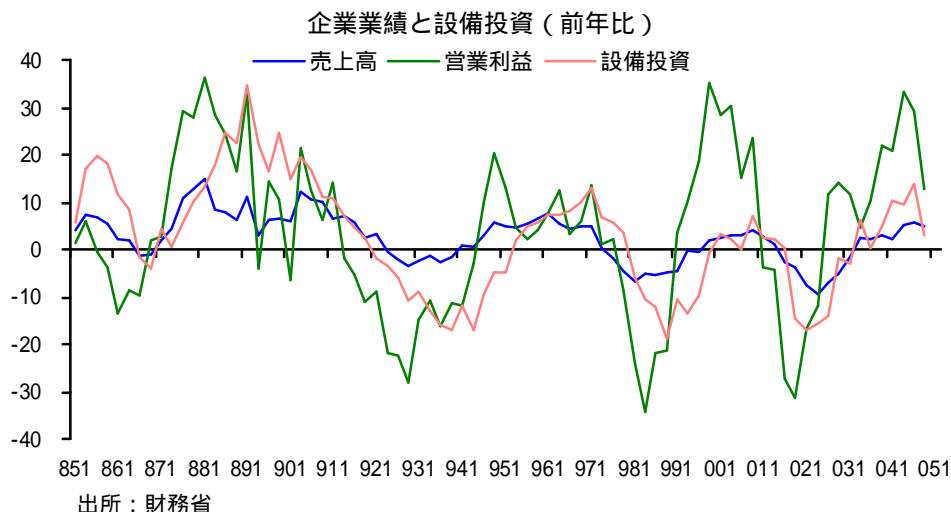


企業収益の伸び率鈍化

ライブドアのニッポン放送株式の買占めによって、株式市場の発行・流通に関するルールの不整備が露呈したが、株式市場は市場の不整備など目もくれず相場は強含み、日経平均株価は 12,000 円に接近してきた。今後、企業収益がさらに拡大する可能性が高いのであるならば、株価の一段の上げが期待できるが、収益環境が不透明であれば、12,000 円の水準がピークになるはずだ。

財務省の『法人企業統計』（金融・保険を除く）によると、昨年 10-12 月期の全産業営業利益は前年比 12.8%増とプラスながら、2 四半期連続して伸び率は鈍化した。売上高は 5.1%増加したが、売上原価が 5.7%増と売上高の伸びを上回り、粗利益率が低下したからである。

一方、販管費は前期の伸び率よりもやや上昇したが、それでも+1.5%と売上高をはるかに下回っており、販管費の抑制によって、営業利益の伸びが依然 2 桁を維持できていることがわかる。売上原価が売上高の伸び率を上回るのは 2 四半期連続となり、原油価格の上昇に伴うコスト高が、企業収益を脅かす段階にきているのではないかと懸念されている。



昨年 10-12 月期の全産業の人員は 3.7%増と 7 四半期連続のプラスとなったが、人件費は売上高を大幅に下回る 0.7%増にすぎず、人件費の抑制によって、営業利益を捻出している格好だ。人件費よりも人員の伸び率が高いことは、1 人当りの給与は前年を下回っていることである。正社員ではなくパートや派遣社員といった給与の低い人員を増やし、人件費を押さえているのだ。売上高より人件費の伸びが低ければ、国内需要だけで高い売上の伸びを維持することは不可能である。国内需要と供給のギャップを埋めているのが海外需要である。これまでは旺盛な海外需要によって国内生産を高い水準に維持できていたが、ひとたび、海外需要が減少することになれば、たちまち、稼働率は低下し、収益は様変わりすることを忘れてはいけない。

昨年 10-12 月期の中小企業の設備投資、5 四半期ぶりの前年割れ

昨年 10-12 月期の設備投資は前年比+3.0%（除くソフトウェア）と前期に比べ 10.9 ポイント低下した。前期は 90 年 7 - 9 月期以来の高い伸びとなったが、早くも息切れしてきた感じである。10-12 月期までですでに 7 四半期連続の前年比増となり、設備投資のプラス期間は前回の IT 景気のときに並んだ。1 - 3 月期の機械受注見通しでは「船舶・電力を除く民需」は前年比 2 桁増になるようだが、実際は厳しい結果に終わる可能性が強い。事実、1 月の「船舶・電力を除く民需」は前年比+4.8%の低い伸びとなり、見通しの達成は、はや頓挫を来す情勢である。

営業利益の伸びは昨年 4 - 6 月期をピークに低下しており、企業の期待収益率は悪化しつつある。企業規模別では中堅、大企業の設備投資は前年水準を依然上回っているが、中

小企業は-2.0%と5 四半期ぶりに落ち込んだ。中小企業の設備投資は昨年4 - 6 月期に 89 年 10-12 月期以来の+42.7%と急増し、すでにピークアウトしたことはほぼ確実である。中小企業の設備投資は大企業に先行する傾向があり、全産業の設備投資も1 - 3 月期はさらに低迷するだろう。

