

週刊マーケットレター（05年6月13日週号）

2005年6月12日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

為替レート	6月10日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	108.65(107.70)	105.60	104.10
ドルユーロ	1.2120(1.2235)	1.2875	1.3425
ドルポンド	1.8115(1.8120)	1.8820	1.9225
スイスフランドル	1.2685(1.2540)	1.2020	1.1530
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05313(0.05375)	0.05500	0.05000
米国	3.40000(3.36000)	3.25000	3.00000
ユーロ	2.11519(2.11613)	2.12125	2.13344
スイス	0.75000(0.75000)	0.76833	0.75000
長期金利（10年債）			
日本	1.220(1.240)	1.275	1.475
米国	4.05(3.97)	4.20	4.46
英国	4.23(4.26)	4.45	4.87
ドイツ	3.13(3.23)	3.36	3.76
株 式			
日経平均株価	11304.23(11300.05)	11159.46	11864.91
TOPIX	1148.97(1147.72)	1149.58	1195.43
NY ダウ	10512.63(10460.97)	10281.11	10851.51
S&P500	1198.11(1196.02)	1166.22	1209.25
ナスダック	2063.00(2071.43)	1962.77	2059.72
FTSE100（英）	5030.4(4999.4)	4892.4	4962.1
DAX（独）	4586.10(4510.39)	4251.13	4337.68
商品市況（先物）			
CRB 指数	302.48(306.70)	301.44	315.15
原油（WTI、ドル/バレル）	53.54(55.03)	52.07	53.54
金（ドル/トロイオンス）	427.4(423.7)	427.2	442.8

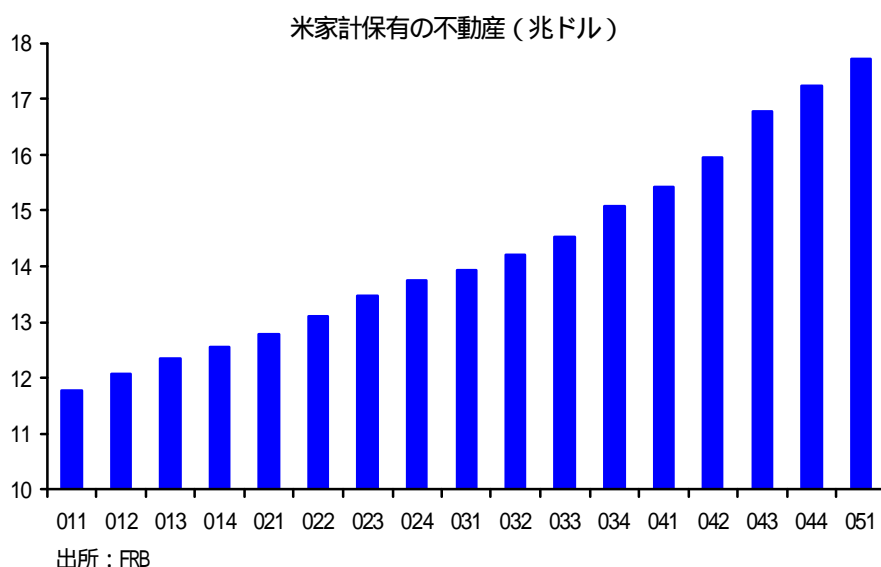
米金融政策と景気の不マッチが不動産をバブル化

先週末の米債券相場は反落したが、その他主要国の債券利回りは低下し、資金は引き続き債券市場に流入している。特に、欧州の債券相場は堅調であり、英国やドイツの利回りの低下は過去3ヵ月で0.6%を超えた。1 - 3月期のEU GDP（名目）は前年を3.3%上回ったが、4 - 6月期以降、大幅にスローダウンする見通しであり、欧州債券相場はこうした経済成長率の低下を反映した上昇だと考えられる。

4月のOECD景気先行指数は前月比0.3%減と3ヵ月連続のマイナスだ。ピークの1月から

0.8%低下し、OECD の景気は緩やかな下降に向かいつつある。過去3ヵ月の落ち込みが大きいのは米国とドイツであり、1.5%、1.4%それぞれ下落した。日本も0.9%低下し、米国、ドイツ、日本の3カ国が世界景気の足を引っ張っている。

OECD 景気先行指数の前年比伸び率はゼロまで低下し、5月は2年ぶりのマイナスになるだろう。すでに、日本は3ヵ月、米国は2ヵ月連続の前年割れとなり、景気のテンポは前年を維持できなくなってきた。OECD 景気先行指数が前年水準を下回る期間を振り返ってみると、短期で回復している場合もあれば、長期化するときもあり、ケースバイケースだが、それを決めているのはウエイトの大きい米国の動向であることは間違いない。米国が03年前半のように半年でマイナスから抜け出せるのか、その前のITバブル以降のように1年以上も前年割れが続くのか、米国の動向が世界経済の帰趨を握っているといえる。

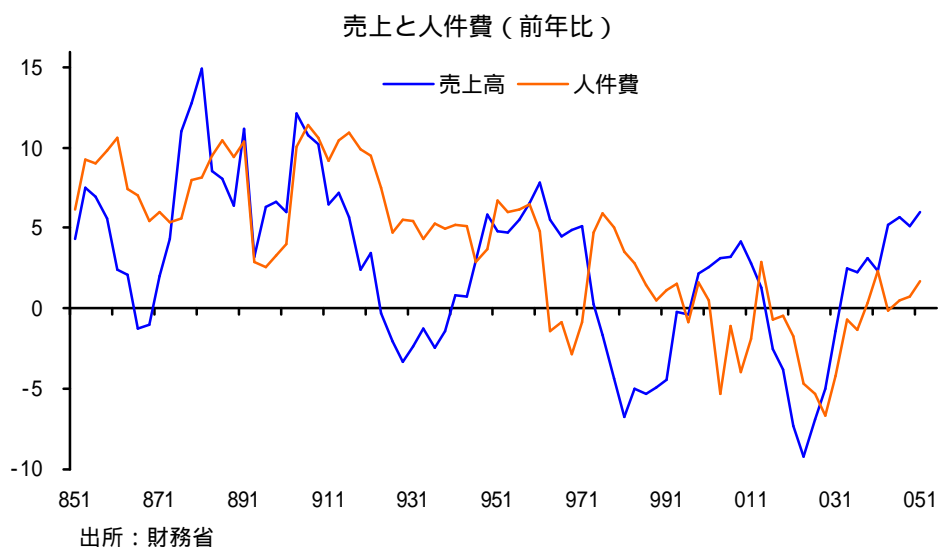


先週、上下両院合同経済委員会でグリーンズパン FRB 議長は米国景気は「かなり底堅い」と表明し、現在 3.0%の政策金利のさらなる引き上げを示唆している。だが、政策金利の引き上げは、米景気先行指数の下落を後押しすることになり、景気後退を深刻なものにするだろう。政策金利の上昇と債券利回りの低下という組み合わせは、景気の現状と金融政策がミスマッチであることを物語っているのだと思う。

雇用の改善と不動産価値の拡大により、主力の個人消費が高い水準を保っているが、企業収益の伸びは低下しつつあり、設備投資は減速するはずだ。債券利回りの低下は株式や設備投資を刺激していないが、個人の不動産購買意欲を高めている。3月末の米家計の不動産価額は17.7兆ドル、前年比14.9%増、2000年末比では+55.4%の急増となり、米家計消費を高水準に支えている最大の要因になっている。政策金利の引き上げが、債券利回りの低下を促し、不動産市場はますます活況になるという好循環はいつまで続くのだろうか。

人件費抑制による増益

1 - 3 月期の法人企業統計によると、売上高は前年比+6.0%と今回の回復過程で最高の伸びとなり、96 年 1 - 3 月期以来の高い増収率となった。製造業は+4.8%と前期並みにとどまったが、非製造業が+6.5%に拡大したからである。非製造業の増収に寄与したのは情報通信・運輸業であり、寄与率は 5 割に達した。一方、営業利益は前年比 10.7%増と伸び率は三四半期連続の低下だ。売上高原価率は 77.8%と前年と同じだったが、販管費比率は 17.9%、前年比 0.3 ポイント低下したことが、営業利益の拡大につながった。



原材料価格の急激な上昇にもかかわらず、売上高営業利益率が改善し増益を維持できたのは、人件費を前年比 1.7%、売上高の伸び率の 3 分の 1 以下に抑制したからである。人件費は役員給与、従業員給与、福利費の 3 項目を合計したものだが、役員数は減少し、それに見合うだけ役員給与も減少、福利費は大幅な削減が続いている。人件費の 75.7%を占める従業員給与は 3.1%増加したが、従業員数が 5.5%増加したことを考慮すれば、1 人当たりでは 95.6 万円、前年比 2.1%のマイナスだ。従業員は増やしたが、1 人当たりの給与を引き下げ、人件費を押さえ、利益を生み出したのである。

設備投資拡大に走る大企業

全産業の営業利益は 2 桁の伸びを維持しているが、資本金 10 億円以上の大企業の営業利益は前年比+4.2%と 03 年 10-12 月期以来の 1 桁の低い伸びとなった。売上高が全規模を下回る+5.1%にとどまったことに加え、人件費が前年比 1.2%増加し、売上高原価率がやや低下したからである。大企業の増益率は低下しているが、1 - 3 月期の設備投資は前年比 13.8%増と 91 年 4 - 6 月期以来約 14 年ぶりの高い伸びだ。中小や中堅企業の設備投資は 04 年 4 - 6 月期、同 1 - 3 月期にそれぞれピークを付け、中小はすでに 2 四半期連続の前年割れになり、冷え込みつつあるなかでの増勢なのである。過去の規模別設備投資をみると、大

企業は中小企業の伸びが減速してもなお積極的な投資姿勢を示している。収益率が低下しているときに、設備投資をさらに拡大することは、大企業の収益を一気に悪化させるかもしれない。

