

## 週刊マーケットレター（05年12月12日週号）

2005年12月11日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

### 主要マーケット指標

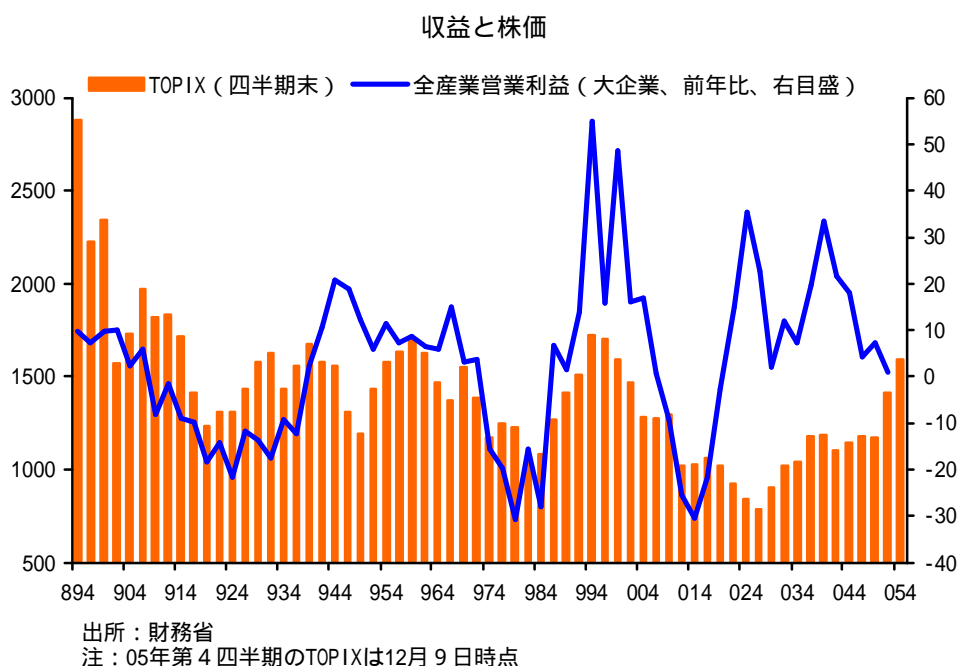
<b>為替レート</b>	12月9日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	120.65(120.65)	117.55	109.75
ドルユーロ	1.1815(1.1720)	1.1765	1.2405
ドルポンド	1.7545(1.7345)	1.7435	1.8395
スイスフランドル	1.3025(1.3170)	1.3095	1.2435
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.06500(0.06375)	0.06500	0.05750
米国	4.48000(4.44688)	4.33000	3.85000
ユーロ	2.45550(2.45213)	2.30875	2.13363
スイス	1.03250(1.04333)	0.94167	0.76000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.555(1.505)	1.560	1.340
米国	4.52(4.51)	4.64	4.12
英国	4.33(4.22)	4.43	4.15
ドイツ	3.43(3.38)	3.52	3.04
<b>株 式</b>			
日経平均株価	15404.05(15421.60)	14072.20	12692.04
TOPIX	1591.23(1583.72)	1487.71	1293.35
NY ダウ	10778.58(10877.51)	10546.21	10678.56
S&P500	1259.37(1265.08)	1220.65	1241.48
ナスダック	2256.73(2273.37)	2175.81	2175.51
FTSE100（英）	5517.4(5528.1)	5439.8	5359.3
DAX（独）	5282.13(5307.99)	5011.38	5005.93
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	327.81(323.38)	316.54	323.32
原油（WTI、ドル/バレル）	59.39(59.32)	58.93	64.08
金（ドル/トロイオンス）	527.0(503.3)	466.3	449.0

### 増益率の低下と株価の上昇

財務省発表の『法人企業統計』によると、7 - 9月期の全産業営業利益は前年比+3.7%と伸び率がピークを付けた04年4 - 6月期以降、5四半期連続の低下となり、02年4 - 6月期以来の低い伸びとなった。営業利益の伸びが大きく低下しているなかで、株価の上昇が強まるという不思議な現象が起こっている。営業利益の伸びが低迷しているときに株価が急伸することは、糸が切れたタコのように、株価が独自の動きをしていることであり、いつ失速し急降下するかもしれない不安定な状態にあることなのである。みずほ証券の誤発

注をきっかけに日経平均株価が 300 円超下落したのは、市場参加者がいまの株価水準に相当神経質になっていることの証である。

大企業（資本金 10 億円以上）の営業利益は前年比 0.9%と水面すれすれのところまで低下しており、10-12 月期はマイナスに転落する可能性が高い。過去の株価と営業利益の関係を辿ってみると、当然のことだが、営業利益の伸びと株価は相関性が強く、営業利益が伸びているときには株価も上昇し、逆もまたしかりなのである。

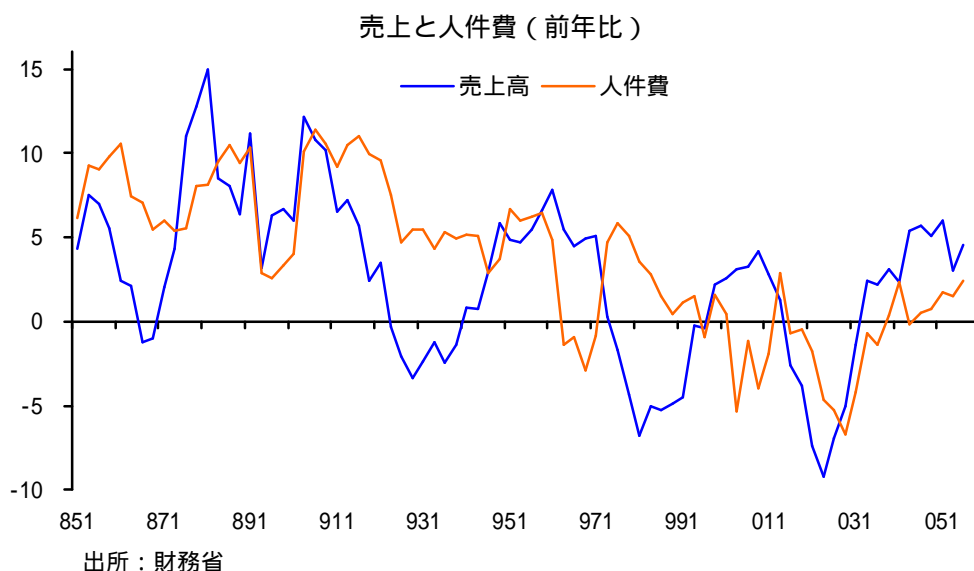


だが、01 年 10-12 月期以降の大企業営業利益回復期には株価はなおも下がり続け、営業利益との関連が途切れた。日本経済の先行きについて悲観的見方が支配し、営業利益の回復など眼中になかったからだ。営業利益が底打ちしてから 1 年後の 02 年 10-12 月期には 35.3%もの増益となったが、深刻なデフレにより株価は不振を極めた。営業利益が 04 年 4 - 6 月期の第 2 の山を形作る過程で株価はやっと上昇していったのである。このように 01 年 10-12 月期以降の営業利益と株価の関連は薄れたが、営業利益の前年比プラスが 13 四半期も連続していることや増益率が落ち込んでいることなどを考え合わせれば、そうした時期に株価の上昇率が高くなるのは異常なことなのである。

大企業の営業利益は前年比 0.9%までプラス幅は縮小したが、非製造業はマイナス 4.6%と 9 四半期ぶりの減益となった。一方、製造業は 7.6%と 2 四半期連続でプラス幅は小幅ながら拡大した。営業利益の伸びは鈍化しているが、設備投資は製造業の 2 桁増により、8.8%と底堅い。ただ、設備投資を決定したのは数四半期前であるから、そのときの予想収益と比べてみると相当違いがでていると思われる。設備投資の前年比プラス期間はすでに 10 四半期と前回の IT バブル期を 3 四半期も上回っており、今下期の設備投資マインドは慎重に

なるのではないだろうか。

全規模全産業の売上高は4.6%と前期を1.6ポイント上回った。販管費は売上の伸びを下回ったが、売上原価は前年比5.1%増加し、これが営業利益の伸びを低下させた。人件費は前年比2.4%と5四半期連続で伸びは上昇したが、売上の伸びを依然下回っており、利益を生み出している要因のひとつである。人件費のうち従業員給与は2.8%増加したが、従業員数が2.3%増加しているため、一人当りの給与はほぼ横ばいだ。規模別に一人当りの給与を比較すると、大企業と中小企業はプラスだが、中堅企業はマイナスとなり、ばらつきがある。ただ、増加しているとはいえ1%台と低く、消費を持ち上げるほどの力はない。7 - 9月期の一人当り給与を景気の谷である02年1 - 3月期と比較すると、大企業は4.3%増加しているが、中小と中堅企業ではいずれも0.7%減少しており、多くの従業員の景況感は景気拡大とは程遠いものであろう。



企業規模による給与格差が拡大しているだけでなく、正社員と非正社員の格差、さらに成果主義や能力主義による格差等、今回の景気拡大の背後には、大きな経済問題をつくりだしていることを忘れてはいけない。短期的には経済成長を引き上げるが、長期的には日本経済の発展を損なう種を植え付けているのである。売上や利益の拡大により、短・長期借入金を前年比9.5%、11.0%それぞれ削減する一方、自己資本を7.5%積み上げ、バランスシートは改善されてきたが、バランスシートや損益計算書にはみえないところでの毀損が日本経済を長期的に弱体化させていくように思う。