

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

2003年6月30日週号

曾我 純

週刊マーケットレター（03年6月30日週号）

2003年6月29日

曾我 純

主要マーケット指標

為替レート	6月27日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	119.60(118.40)	117.30	119.95
ドルユーロ	1.1435(1.1600)	1.1810	1.0695
ドルポンド	1.6490(1.6615)	1.6385	1.5645
スイスフランドル	1.3500(1.3285)	1.2860	1.3835
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05875(0.05875)	0.05938	0.05625
米国	1.11375(1.02000)	1.28000	1.29000
ユーロ	2.1435(2.14025)	2.30313	2.52513
スイス	0.29000(0.27500)	0.28500	0.285007
長期金利（10年債）			
日本	0.730(0.580)	0.525	0.735
米国	3.54(3.36)	3.41	3.92
英国	4.24(4.10)	4.02	4.40
ドイツ	3.88(3.72)	3.67	4.18
株 式			
日経平均株価	9104.06(9120.39)	8120.24	8368.67
TOPIX	903.06(898.73)	814.86	817.92
NY ダウ	8989.05(9200.75)	8781.35	8201.45
S&P	976.22(995.69)	951.48	864.52
ナスダック	1625.26(1644.72)	1556.69	1384.25
FTSE100（英）	4067.8(4160.1)	3992.4	3708.5
DAX（独）	3224.66(3238.98)	2873.60	2584.05
商品市況（先物）			
CRB 指数	232.88(235.13)	237.46	229.34
原油（WTI、ドル/バレル）	29.27(30.82)	29.35	30.37
金（ドル/トロイオンス）	345.2(356.3)	367.8	328.7

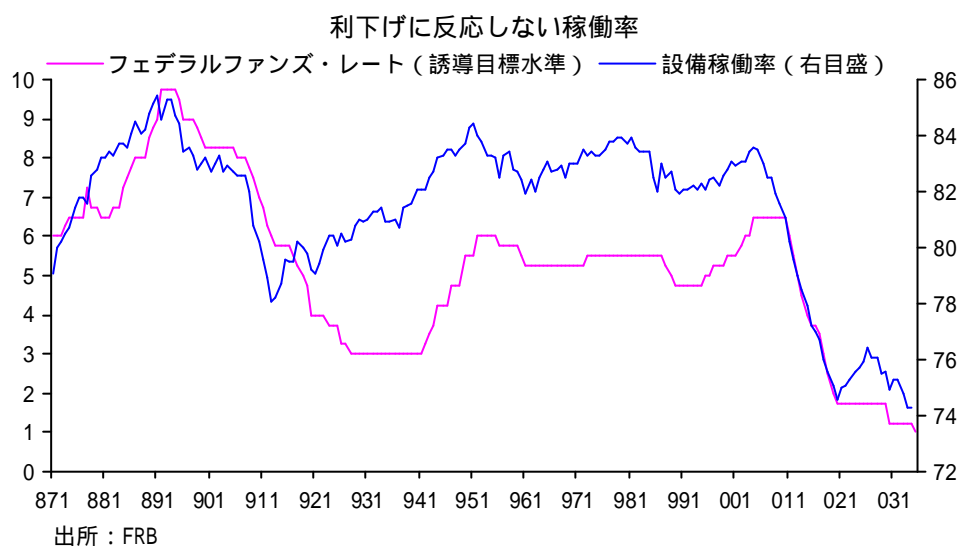
米国の無効な利下げ

米連邦準備理事会（FRB）は25日の連邦公開市場委員会（FOMC）でフェデラルファンド（FF）レートを0.25%引き下げ、年1.0%とすることを決めた。政策金利の引き下げは昨年11月以来であり、1958年以来45年ぶりの低水準となった。01年1月3日に6.5%から6.0%に引き下げて以来の累計下げ幅は5.5%に達した。

政策金利の引き下げにもかかわらず、25日のNYダウは下落し、債券も大きく値を下げた。利下げ当日、為替相場は小動きであったが、週後半にはドルが買われ、円ドルレートは119

円台後半、対ユーロでも 1.14 ドル台に上昇した。こうした米株式・債券相場を反映して、主要国の株式は弱含み、債券利回りは大幅に上昇した。日本の国債利回りは 0.73%と 3 月下旬以来の高い水準となった。米株式・債券が売られたのは、利下げ幅が 25 ベイシスポイントと予想よりも小幅にとどまったからである。

FOMC 終了後、FRB は「向こう数四半期でみて、持続的な成長を達成する上昇リスクと下降リスクはほぼ同等だと認識している。半面、好ましくないインフレの下落の確率が上昇の確率をわずかではあるが上回っている」といった内容の声明を発表した。不確かな景気動向に加え、デフレ懸念も依然注意深く見守る姿勢を強調した。景気およびデフレ懸念が深刻になることになれば、一段の利下げ等の金融緩和措置を講じるのであろう。

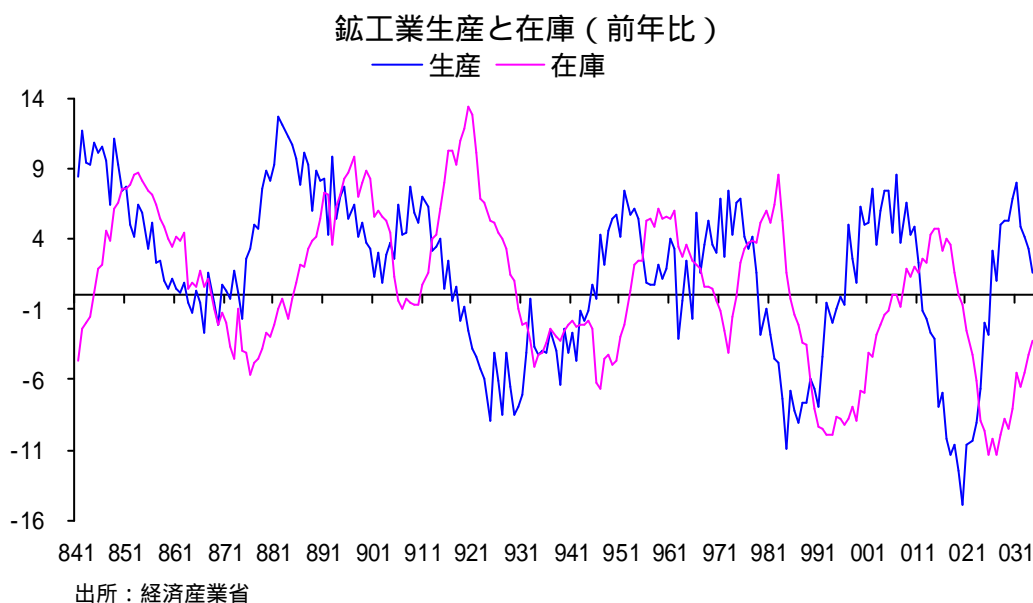


先週発表された 5 月の耐久財新規受注や個人消費支出などからみれば、米国経済の足取りは重く、住宅着工件数を除けば、累計 5.5%の利下げの効果は現われていない。利下げでは景気を浮上させることができない経済的な変化が起こっているのである。一般的には、金利が低下していけば、設備稼働率の上昇に伴い、設備投資が回復していく。91 年 3 月を景気の谷とする回復過程では、景気の底入れと同時に設備稼働率（78.6%が底）も急速に回復していった。01 年 3 月を景気の山とする景気後退はすでに 27 ヶ月経過（戦後の米平均景気後退期間は約 11 ヶ月）したが、設備稼働率回復の兆しはみえない。設備稼働率が 74.3%（5 月）という低水準では設備投資意欲は湧かない。製造業に限れば 72.6%だし、そのうち耐久財は 68.3%と低く、設備投資マインドを削いでいると考えられる。ハイテク産業は 62.5%と製造業平均を約 10 ポイント下回っているが、なかでも、通信機器および半導体関連が 50.2%、65.3%とそれぞれ低迷している。一方、コンピューター・オフィス機器は 81.1%と緩やかな回復がみられる。

IT ブームに乗って、やみくもに設備投資に突っ走った後処理がまだ道半ばであることを、低稼働率は示しているのである。ハイテク産業等の過剰設備が一扫されなければ、設備投資の本格的回復は期待できない。こうした過剰設備に基づく低稼働率を利下げによって引き上げることはできないのである。FRB の金融政策が IT バブル後の景気回復の処方箋にならないことが、市場参加者に徐々に浸透しつつある。

実体経済から逸脱した株式相場

5月の失業率は前月比横ばいの5.4%と過去最高水準近辺にあり、雇用環境は引き続き厳しい状況にある。375万人の失業者がいながら、政府は失業対策などそっちのけで、議論のための議論に現を抜かしている。だが、勤労者世帯の消費支出は5月、前年比2.1%減と8ヵ月連続の前年割れとなるなど、景気のエンジンである個人消費は低迷から抜け出すことはできず、経済は悪化方向に向っている。失業率は横ばいで推移しているが、日本経済の資産バブルは膨れたままで、消費がギリ貧状態で推移すれば、いずれ資産処分に踏み切ることを余儀なくされよう。資産圧縮とともに人員整理が行われ、失業率が大幅に上昇することも予想される。



鋳工業生産は5月、前月比2.5%増加したが、前年比では1.6%と1月の8.0%をピークに4ヵ月連続の低下である。景気に敏感な生産財の生産も前年比3.6%と1月の13.8%から大幅に鈍化した。電子部品・デバイス工業の生産は11.7%増と昨年10月の38.0%増を最高に急速に伸び率は低下している半面、在庫は7.1%増加し、ハイテク産業の景気は明らかに下降している。このように生産の伸びが鈍化しているときに、株式が堅調に推移することは、

株式が実体経済から乖離しているからであろう。東証1部の出来高が22日連続で10億株を越えるなど、バブル期以上の活況を呈している事態も、投機的な確信が揺らぎはじめるとともに急速に終息してしまうはずだ。