

# The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

( 03年 8 月 4 日週号 )

曾我 純

## 週刊マーケットレター（03年8月4日週号）

2003年8月3日

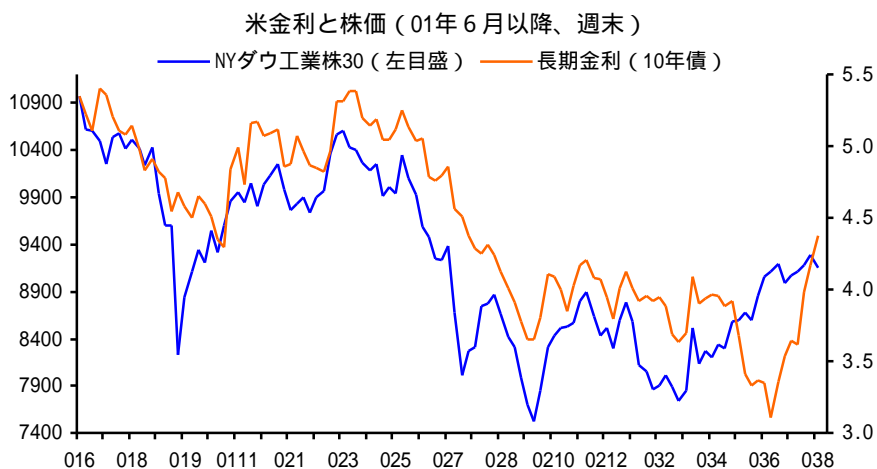
曾我 純

## 主要マーケット指標

<b>為替レート</b>	8月1日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	120.20(118.80)	119.40	118.60
ドルユーロ	1.1275(1.1515)	1.1560	1.1235
ドルポンド	1.6085(1.6205)	1.6625	1.6115
スイスフランドル	1.3645(1.3445)	1.3415	1.3435
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.05375(0.04938)	0.05625	0.06125
米国	1.14125(1.11000)	1.11000	1.30000
ユーロ	2.13000(2.11875)	2.13813	2.51500
スイス	0.29333(0.29167)	0.28000	0.30000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	0.960(0.955)	0.855	0.605
米国	4.38(4.17)	3.54	3.84
英国	4.53(4.35)	4.18	4.28
ドイツ	4.20(4.02)	3.81	4.06
<b>株 式</b>			
日経平均株価	9611.67(9648.01)	9278.49	7863.29
TOPIX	942.41(945.28)	916.26	799.31
NY ダウ	9153.97(9284.57)	9040.95	8454.25
S&P	980.15(998.68)	982.32	916.30
ナスダック	1715.62(1730.70)	1640.13	1472.56
FTSE100（英）	4098.4(4131.2)	3963.9	3880.1
DAX（独）	3438.89(3356.89)	3146.55	2942.04
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	236.38(233.23)	234.50	232.87
原油（WTI、ドル/バレル）	32.31(30.17)	30.40	26.03
金（ドル/トロイオンス）	346.1(362.7)	351.4	342.1

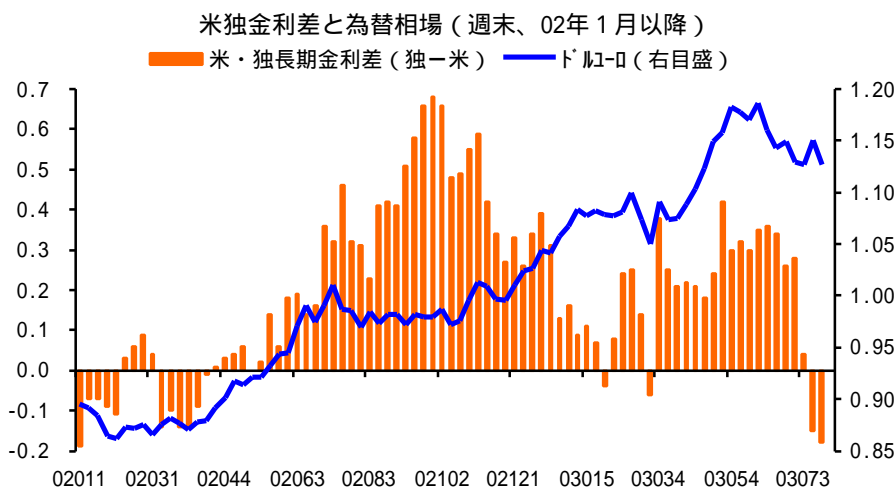
## 米長期金利の急騰が株式・為替に影響

先週、日経平均株価は高く始まったが、6月の鉱工業生産指数が前月比-1.2%と予想に反して減少したことやハイテク企業の業績不振が嫌気され、軟調な展開となった。4 - 6月期の米 GDP は予想よりも伸びたが、米国株式の反応は鈍かった。一方、週末に発表された7月の米非農業部門雇用者の前月比減には値を下げるなど、悪材料だけに敏感に反応しやすい相場になってきた。逆に、米債券相場は景気回復の兆候を示す材料に過敏なほど反応し、10年債利回りは29日、4.43%まで上昇、株価にも影響する事態となった。



6月13日には3.11%へと2ヵ月で約90ベイシスポイントの利回りの急低下が米株式を引き上げた主因と考えられるが、ここにきての債券利回りの急反発は、株式の魅力を削いできた。株式の益利回り(1株利益/株価)と債券利回りがほぼ等しくなっており、株式が有利な状況が解消されたからだ。

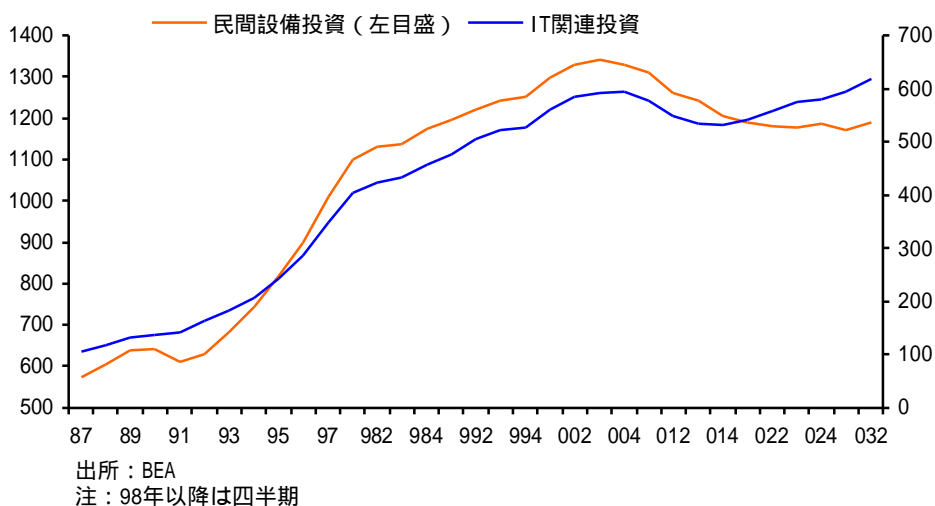
米債券の値崩れの影響は欧州にもおよび、ドイツ・イギリスの債券利回りも大幅に上昇した。ドイツが米長期金利を1年以上上回り続けていたことが、ユーロ高の原因のひとつに挙げられるが、7月下旬以降、米国がドイツよりも高くなり、対ドルでユーロは弱含みとなっている。米債券利回りが高止まりし、ドイツの利回りよりも高い状態が続くようであれば、ドルの一段高が期待できる。



### 米成長の牽引役見当たらず、年後半の成長回復に疑問

4 - 6 月期の米実質 GDP は前期比年率 2.4%と前期よりも 1 ポイント高くなり、景気はやや持ち直してきているが、年後半にかけて景気が回復するといえるような内容ではない。個人消費と国防支出の寄与が大きく、2 四半期ぶりにプラスとなった民間設備投資も力強さが感じられないからだ。個人消費は 3.3%増と 2 四半期連続で拡大し、寄与度は 2.3%となったが、その 7 割強は耐久財の増加によるものであった。政府支出のうち国防が前期のマイナスから+44.1%と急増し、GDP を 1.7 ポイント引き上げた。輸出が 3 四半期連続のマイナスになったことに加えて、輸入が 2 四半期ぶりに増加したため、外需の寄与度は-1.6%となった。

回復力弱い米民間設備投資（10億ドル）

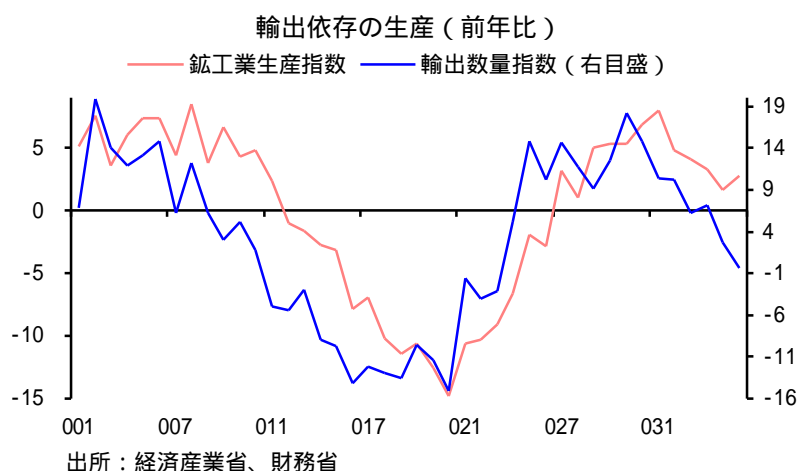


7 - 9 月期には減税による景気刺激効果が期待できるが、非農業部門雇用者が 2 月以降、6 ヶ月連続して前月比減となり、雇用者は 1 月に比べ約 100 万人減少した。こうした雇用の減少が減税による効果を打ち消してしまうほか、長期金利の上昇が、堅調な住宅着工や耐久消費財の購買を困難にするだろう。IT 関連の設備投資は前年比 10.8%増加したが、伸び率は頭打ちになってきており、経済成長の牽引役にならないだろう。

原油価格が高止まりしているが、GDP 物価指数は前期比年率+1.0%と前期の 2.4%から低下し、02 年並みの上昇に落ち着いてきた。食料・エネルギーを除けば+0.5%にすぎず、物価動向からは最終需要は引き続き力強さに欠けると判断できる。名目 GDP (4 - 6 月期、前年比 3.9%増) や物価からは最近の長期金利の上昇は行き過ぎだと思う。实体经济が市場に浸透するのは緩やかであり、市場の間違いは頻繁に起こる。米長期金利の上昇が示唆するほど、米国経済の先行きは楽観できない。

## 輸出に遅れる生産

6月の鉱工業生産指数は前月比-1.2%と2ヵ月ぶりに低下した。今年1月以降、プラスとマイナスが交互にあらわれており、先行きに自信が持てない企業心理を裏付けているようだ。前年比では2.8%と前月よりは持ち直したものの、前年同月がプラスとなる7月は、伸びが1%程度に鈍化し、今年1月をピークとする生産減に歯止めは掛かっていないことが確認できるだろう。景気に敏感な生産財生産指数も前月比0.9%減少する半面、在庫は4月以降、3ヵ月連続のプラスとなった。生産財生産指数は4-6月期でも前期比減となり、景気の不透明感は増している。



商業販売統計や家計調査からも販売や消費低迷の様子が明らかであり、国内最終需要だけで生産を引き上げることは容易ではない。これまでも鉱工業生産を回復に導いたのは輸出であり、輸出数量指数（前年比）との相関性が高いことがチャートからも分かる。しかも、輸出数量が鉱工業生産に先行している様子が窺える。

02年11月、輸出数量は前年比18.2%増加したが、その後、伸び率はほぼ一貫して低下し、6月は-0.4%と02年3月以来の前年割れとなった。輸出数量に2ヵ月遅れて、鉱工業生産もピークアウトした。鉱工業生産の回復には輸出数量の増加が不可欠だが、輸出も主力製品の電気機器や輸送用機器の伸びが鈍化し、金額ベースでも6月は微減となった。米国向けが2桁減となったほか、韓国や台湾もマイナスとなった。中国向けは24.7%も伸びたが、アジア全体では3.8%増にとどまった。米国、アジアへの輸出数量の伸びは今後、一層低迷する方向にあり、それに伴い鉱工業生産も低下していく見通しである。

（来週から夏休みに入るため3週間、週刊マーケットレターは休みます。長い梅雨もやっ  
と明け、海や山へお出かけのことでしょう。経済や株式のことは忘れて、のんびり過ごす  
ことも必要です。楽しい休みとなることを願っております。）