

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(04年 2月 23日週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年2月23日週号）

2004年2月22日

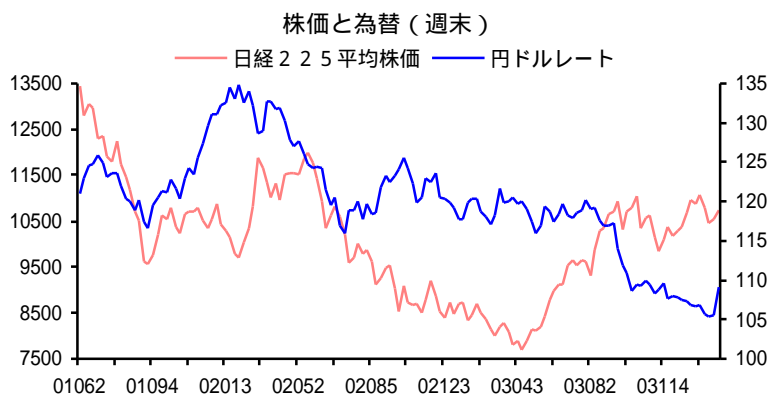
曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

| | | | |
|-------------------|--------------------|----------|---------|
| 為替レート | 2月20日（前週） | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
| 円ドル | 109.10(105.50) | 107.05 | 109.00 |
| ドルユーロ | 1.2535(1.2740) | 1.2580 | 1.1910 |
| ドルポンド | 1.8590(1.8850) | 1.8195 | 1.7045 |
| スイスフランドル | 1.2620(1.2385) | 1.2470 | 1.2985 |
| 短期金利（3ヵ月） | | | |
| 日本 | 0.05125(0.05250) | 0.05875 | 0.05625 |
| 米国 | 1.12000(1.12000) | 1.12000 | 1.17000 |
| ユーロ | 2.06138(2.06400) | 2.07625 | 2.14750 |
| スイス | 0.27000(0.24000) | 0.24000 | 0.24667 |
| 長期金利（10年債） | | | |
| 日本 | 1.195(1.235) | 1.335 | 1.330 |
| 米国 | 4.09(4.04) | 4.05 | 4.15 |
| 英国 | 4.82(4.72) | 4.68 | 4.99 |
| ドイツ | 4.14(4.10) | 4.13 | 4.35 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 10720.69(10557.69) | 11103.10 | 9865.70 |
| TOPIX | 1058.76(1041.03) | 1075.94 | 971.69 |
| NY ダウ | 10619.03(10627.85) | 10528.66 | 9619.42 |
| S&P | 1144.11(1145.81) | 1138.77 | 1033.65 |
| ナスダック | 2037.93(2053.56) | 2147.98 | 1881.92 |
| FTSE100（英） | 4515.0(4412.0) | 4499.3 | 4308.0 |
| DAX（独） | 4073.35(4057.05) | 4106.41 | 3683.04 |
| 商品市況（先物） | | | |
| CRB 指数 | 264.13(264.85) | 270.77 | 249.81 |
| 原油（WTI、ドル/バレル） | 35.60(34.56) | 36.20 | 31.61 |
| 金（ドル/トロイオンス） | 397.5(410.3) | 412.7 | 396.0 |

ドル買い戻し一巡後は円高ドル安に

先週末のNY市場で円はドルに対して一気に2円近く下落し、109円台に突入、昨年12月1日以来の円安ドル高となった。2月17日まで12営業日連続して105円台を維持していたが、当局の介入などから、105円の壁が厚く、いつまでも資金を成果の上がらない円で運用できないヘッジファンドなどの投機筋が痺れを切らし、ひとまず利食いにでたのであろう。日本の当局が介入継続を表明したことやテロへの警戒水準引き上げ報道等が円安ドル高のきっかけになったようだが、日本のGDP統計が転機になったのではないか。



昨年 10-12 月期の実質 GDP（18 日発表）が前期比 1.7%と予想を上回る成長を見せたにもかかわらず、円の上昇力が弱かったことから、18 日の NY 市場では 1 円円安の 106 円台に値下がりし、19 日には 107 円台へ

とさらに円は売られた。20 日、米消費者物価指数が発表されたが、前月比 0.5%増と予想外に上昇し、FRB の超低金利政策が変更されそうだという思惑が円売りに加勢したようだ。だが、円ドル相場を動かす最大の要因である FRB の超低金利政策は引き続き継続される見通しであり、ヘッジファンド等のドル買戻しが一巡すれば、再び円高ドル安傾向に戻るだろう。

米国経済、消費者物価の安定続く

1 月の米消費者物価指数は予想以上に上昇したが、エネルギーコストが大幅に上昇したことが原因であり、食品・エネルギーを除いたコア指数は 0.2%の上昇にとどまった。食品・飲料は -0.1%、衣料も -0.3%とそれぞれ低下したほか、教育・通信も +0.1%と安定しており、コア指数が目に見えて上昇する状況ではない。

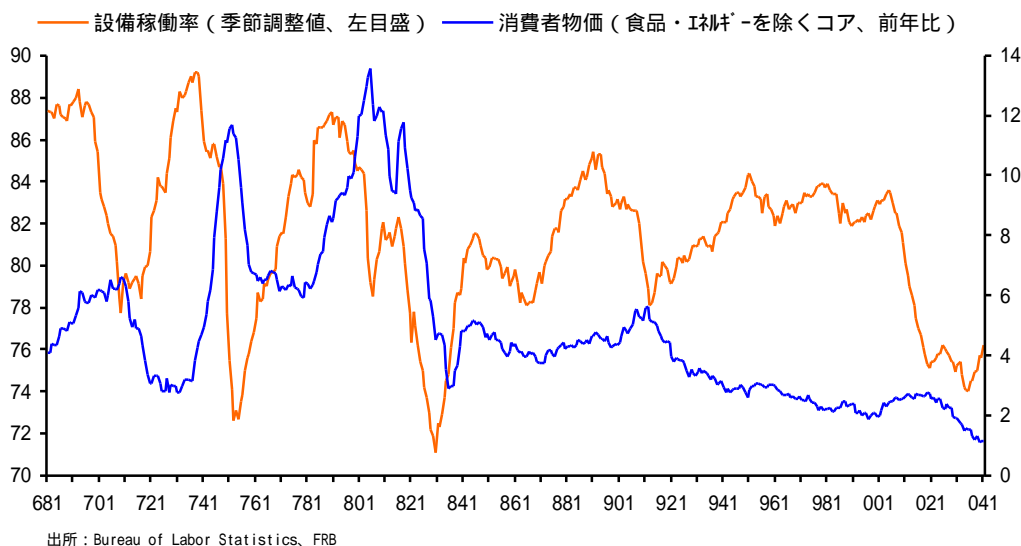
前年比では総合指数は 1.9%増と前月と同じ伸びであったし、コア指数は 3 ヶ月連続の +1.1%と安定している。原油高によりガソリン価格が前年比 8.3%上昇したほか、家庭用燃料も 7.5%高となっており、両方で 0.5 ポイント消費者物価を引き上げた。OPEC が 4 月から日量 100 万バレル減産することなどにより、WTI 先物価格は 1 バレル当たり 35 ドル前後で高止まっているが、イラクの増産や非需要期に入るため、原油価格は徐々に軟化していく見通しである。米物価指数に最も影響力のある原油価格が 30 ドル前後に低下すれば、消費者物価の安定性はさらに高まるはずだ。

米国経済、稼働率と物価の相関性薄れる

設備稼働率が 70%台という低い水準にあることも、物価上昇懸念を打ち消している。1 月の米設備稼働率は 76.2%と昨年 6 月の 74.0%を底に上昇しているが、回復のテンポは非常に緩やかである。01 年 11 月の景気の谷と比較しても 0.9 ポイント高いだけであり、これまでの景気回復期とは比べものにならない。製造業を取り上げれば、稼働率は 74.6%と鉱工業全体を下回っている。原油・石炭、紙、自動車等の稼働率は 80%を超えているが、60%台の部門もみられ、稼働率の上昇は産業全体に波及していない。ハイテク産業の稼働率は半導体

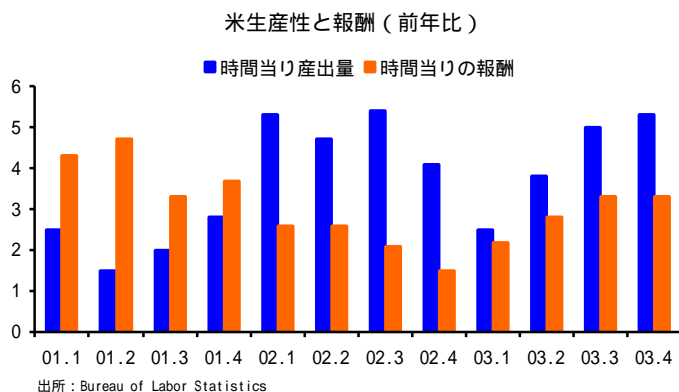
産業の回復によって上昇してきたが、通信が 51.1%と低迷しているため、68.6%と依然低い水準にある。設備稼働率が低いことは、生産余力は十分あることであり、既存の設備で需要拡大に対応可能だ。設備稼働率が 70%台であれば、供給の側面から物価が跳ね上がる不安はない。

米設備稼働率と物価の関係薄れる



80年代までは設備稼働率の動きに遅れて消費者物価が変動する傾向がチャートから読み取れるが、91年3月を谷とする長期景気拡大期には、設備稼働率が急速に回復していく局面でも物価の伸びが低下するという従来の稼働率と物価の相関性が認められなくなった。景気拡大の末期には物価上昇率はやや高まったが、それでも3%まで上昇することはなく、過去のようにインフレに脅える必要はなかった。今後、稼働率がさらに上昇したとしても、労働コストが抑制された状態が続けば、物価の安定は保たれるであろう。

米国経済、賃金抑制が経済的歪を醸成



10-12月期の米生産性（非農業企業部門、時間当りの産出量）は前年比5.3%拡大したが、報酬（時間当り）は3.3%増にとどまった。報酬が生産性の伸びを下回ったため、単位労働コストは2.0%低下し、これで8四半期連続の前年割れである。

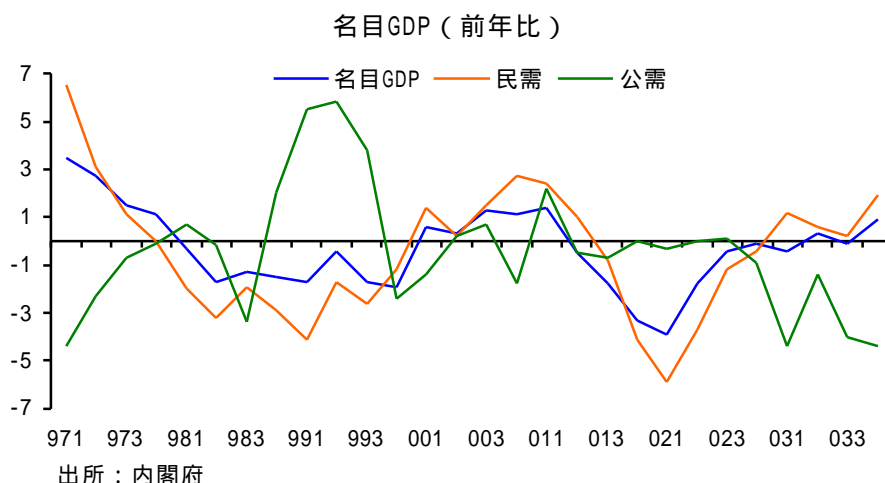
労働省の事業統計によれば

ば、生産部門の賃金（時間当り）の伸びも抑えられており、1月は前年比 2.0%増と伸びは低下しつつある。生産を含む民間部門全体の賃金は 0.2%増にすぎず、雇用コストの上昇は抑えられており、売上高が少しでも増加すれば、利益が発生する仕組みになっている。

賃金の抑制は物価安定に寄与しているが、賃金が産出の伸びを下回る状態が続けば、経済のバランスが崩れることは間違いない。消費需要の低迷によって、設備投資意欲は削がれることになり、需要不足に陥ることになるからだ。減税によって支えられている米国の消費は脆いといわざるを得ない。

日本経済、民需の持続性には疑問

昨年 10-12 月期の名目 GDP は前年比 0.9%増と 2 四半期ぶりのプラスとなった。民間最終消費支出が+0.5%と 5 四半期ぶりに前年を上回ったほか、民間企業設備が 5.6%増と 00 年 10-12 月期以来の高い伸びとなった。純輸出も 54.0%増と好調であり、これだけで GDP を 0.6%引き上げた。半面、公的需要は消費、公共事業ともにマイナスとなり、寄与度は-1.1%とマイナス幅は 3 四半期連続で拡大した。



民間需要（民間最終消費支出、民間企業設備等）は昨年 1 - 3 月期以降、4 四半期連続して前年を上回ったが、公的需要（政府最終消費支出、公的固定資本形成）は 02 年 10-12 月期以降、5 四半期連続のマイナスとなり、公需から民需へとバトンタッチが行われつつあるようだ。だが、民需がこのままプラス成長を維持でき、GDP が拡大基調に乗れるかどうか疑問である。デフレーター（物価指数）は前年比-2.6%とマイナス幅は拡大し、消費や設備投資を先に延ばすように仕向けるだろう。収入増が期待できないことに、年金不安・負担増や増税観測などが加わり、消費マインドの好転は期待できない。前回の景気拡大期、民間企業設備は前年比プラスに転じてから 5 四半期目にピークをつけたが、今回、すでにプラスが 3 四半期続いていることから、ピークは間近かなのではないかと考えられる。外需も年率 9 兆円を超えており、円高や米国景気などを考えれば、これ以上の拡大は望めそうにない。GDP

寄与度の最も高い民間企業設備が失速すれば、GDP の伸びも落ち込むことになるであろう。名目 GDP に占める民間企業設備の比率は 15.1% (03 年 10-12 月期) だが、米国は 10.2% と約 5 ポイントの差がある。この差が外需依存の不安定な経済を作り上げている。民間企業設備の比率を落とすような政策を推し進めなければ、日本経済の安定性はなかなか確保できないのである。