

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(04 年 3 月 15 日 週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年3月15日週号）

2004年3月14日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

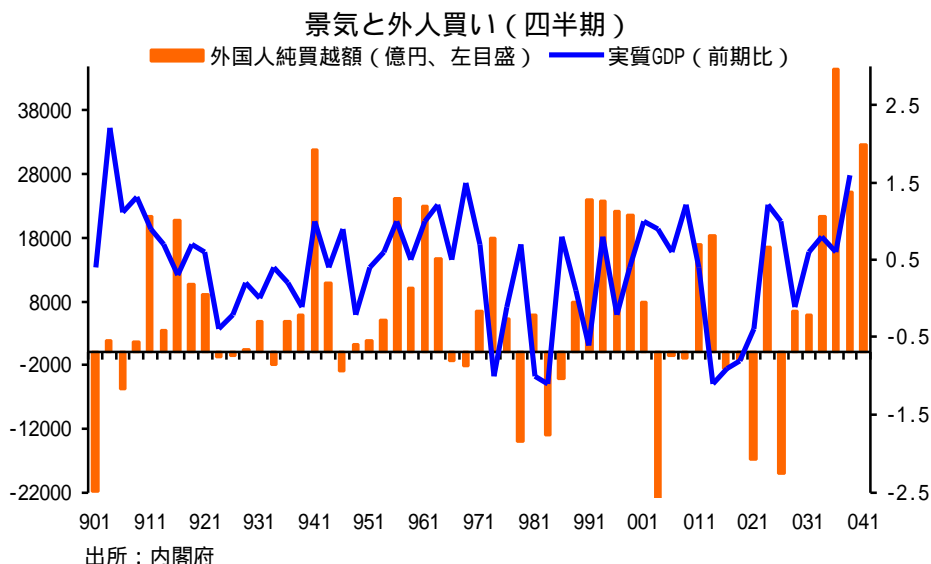
主要マーケット指標

為替レート	3月12日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	110.95(112.10)	105.35	107.90
ドルユーロ	1.2195(1.2365)	1.2805	1.2275
ドルポンド	1.8030(1.8455)	1.8905	1.7470
スイスフランドル	1.2835(1.2765)	1.2315	1.2615
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05125(0.05250)	0.05125	0.05625
米国	1.11000(1.12000)	1.12188	1.16813
ユーロ	2.05288(2.05763)	2.06525	2.14663
スイス	0.24833(0.25667)	0.23667	0.26000
長期金利（10年債）			
日本	1.260(1.435)	1.235	1.310
米国	3.77(3.85)	4.04	4.24
英国	4.60(4.70)	4.74	4.81
ドイツ	3.90(3.98)	4.11	4.30
株 式			
日経平均株価	11162.75(11537.29)	10459.26	10169.66
TOPIX	1107.37(1131.01)	1030.91	998.70
NY ダウ	10240.08(10595.55)	10694.07	10042.16
S&P	1120.57(1156.86)	1152.11	1074.14
ナスダック	1984.73(2047.63)	2073.61	1949.00
FTSE100（英）	4467.4(4547.1)	4377.61	4347.6
DAX（独）	3915.38(4126.14)	4121.65	3860.13
商品市況（先物）			
CRB 指数	274.10(274.57)	264.72	262.44
原油（WTI、ドル/バレル）	36.19(37.26)	33.98	33.04
金（ドル/トロイオンス）	395.3(401.3)	413.7	409.4

外人買いだけの株高の限界を露呈

3月5日、日経平均株価は昨年来高値を更新したが、その原動力になったのはやはり外人買いであった。東証発表の3月第1週の投資主体別売買動向によると、外人買越額は9,678億円と99年3月第2週（7,765億円）を上回り、過去最高を更新した。その他、買い越したのは証券会社の自己部門だけであり、個人、銀行、事業会社などは大幅に売り越した。なかでも、個人は5,280億円を売り越し、これまでの最高であった1988年10月第4週を1,518億円上回った。日本の株式市場の買い手は外人だけで、国内投資家・投機家

はすべて売りに回っているという歪な市場構造がより強固になりつつある。個人や法人は不良資産を始めとする多くの問題を抱えており、リスクを取れない状況から抜け出していないことを裏付けているように思える。



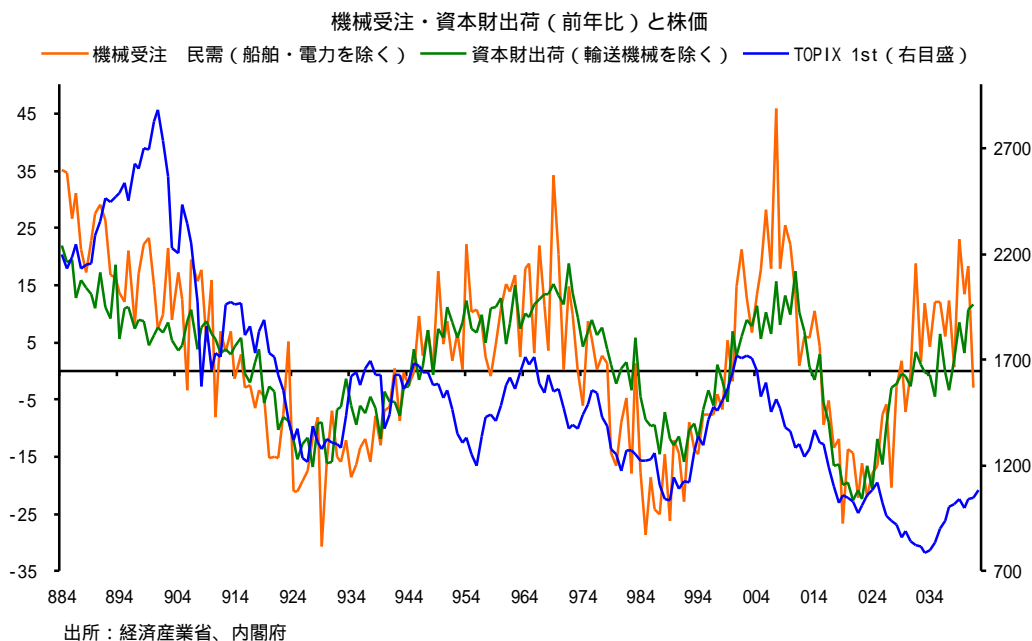
それにしても外人買いは強力であり、外人動向が日本の株式市場の殺生を握っているといえる。02年10月以降、買い越し期間は18ヵ月目に入っており、ITバブル期の14ヵ月をすでに4ヵ月超えている。累計買い越し金額は12.6兆円に達しており、ITバブル期を800億円ほど上回った。外人が日本株買いを積極化しているのは、実質経済成長率が予想以上に高くなったからであろう。過去の成長率と外人買いの関係をみると、概ね成長率が回復すれば、外人は買越基調を維持していることがわかる。ただ、四半期ベースでも買い越しは6期連続と90年代の最高である7期連続に近づいており、外人買いは最終段階に差し掛かっているのではないかと懸念されている。

先週のように、海外の株式相場が下落すれば、日本の株式市場に流入する資金は細り、日本株も軟調になる。外人も追随する買い手を期待していると思うが、他の投資家がいつまでも売りを浴びせるだけでは、上値の重さを嫌気していつ売りに転じるかもしれない。外人以外に買い越す主体が見当たらないため、外人が手を引いたときの日本株の衝撃は予想を超えるものとなるだろう。

1月の機械受注、3年4ヵ月ぶりの落ち込み

民間設備投資の先行指標となる機械受注が1月、大幅に減少した。船舶・電力を除く民需（以下民需）は前月比12.2%減と00年9月以来40ヵ月ぶりの落ち込み幅となった。機械受注はぶれが大きいので、1月だけの数値では判断し難いが、00年10月が景気の山となったことなどから、今回の景気拡大もピークに差し掛かっているようだ。

民需を前年比で見ると、-3.0%と02年12月以来のマイナスだ。昨年10月は23.1%増加し、今回の回復過程で最大となったが、その3ヵ月後にはマイナスとなった。2月はプラスになる見通しだが、前年比の伸び率も上下動を繰り返しつつ、トレンドは右肩下がりとなるう。



民需は01年10月（前年比-26.6%）を最低に上昇に転じ、04年1月で27ヵ月を経過したが、IT期の谷から山までの拡大期間（27ヵ月）に並び、循環的にもピークアウトする時期である。株価と民需（前年比）のチャートから株価の民需に対する先行性が認められるが、今回の回復過程では、民需のピークアウト感に反応していない。資本財出荷の上昇率は過去のピークよりは低いが、それでも10%を超えており、民需に遅れて低下していくであろう。固定資産・売上高比率は依然高く、国内の設備投資が現状からさらに拡大すると想定するのは難しい。

米貿易赤字とドル問題

米国は貿易赤字拡大に歯止めはかからず、1月は過去最高を更新した。実効ドル相場は過去2年で大幅に下落したが、貿易収支の改善には寄与していない。為替レートの貿易収支に及ぼす影響は小さく、赤字縮小にそれほど効果があるわけではない。景気が拡大していれば、貿易赤字が増大する仕組みが米国経済には組み込まれているのである。景気が後退すれば、赤字の拡大は止まることになるが、多くのものがドルで取引されているため、ドル安の効果は限定的だ。米国で為替レートが重要なのは、政治的な道具として有効であるからだ。ドル安が貿易収支の改善につながらなくても、国民に効果があるように思わせることのほうが大事なのである。

低金利と減税によって、米国の需要は拡大し、世界経済の機関車の役割を果たしている。中国や日本は米国需要増大の恩恵を受けており、輸出の対価として受け取ったドルは、日本では円に交換され給与や原材料費として支出される。交換されたドルは持ち手を変えながらもドルとして世界を駆け巡ることになる。米国以外ではドルでものを買うことができないので、ドルは米国に還流するのである。米国が経済、政治、軍事の面で圧倒的な地位保っている限り、ドルの問題が問題になることはなく、ドルは基軸通貨として地位を維持できるであろう。米国の貿易赤字の拡大を心配するよりも、自国の経済を立て直すことのほうがはるかに大事なのである。

