

# The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

( 04 年 5 月 24 日 週号 )

曾我 純

## 週刊マーケットレター（04年5月24日週号）

2004年5月23日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

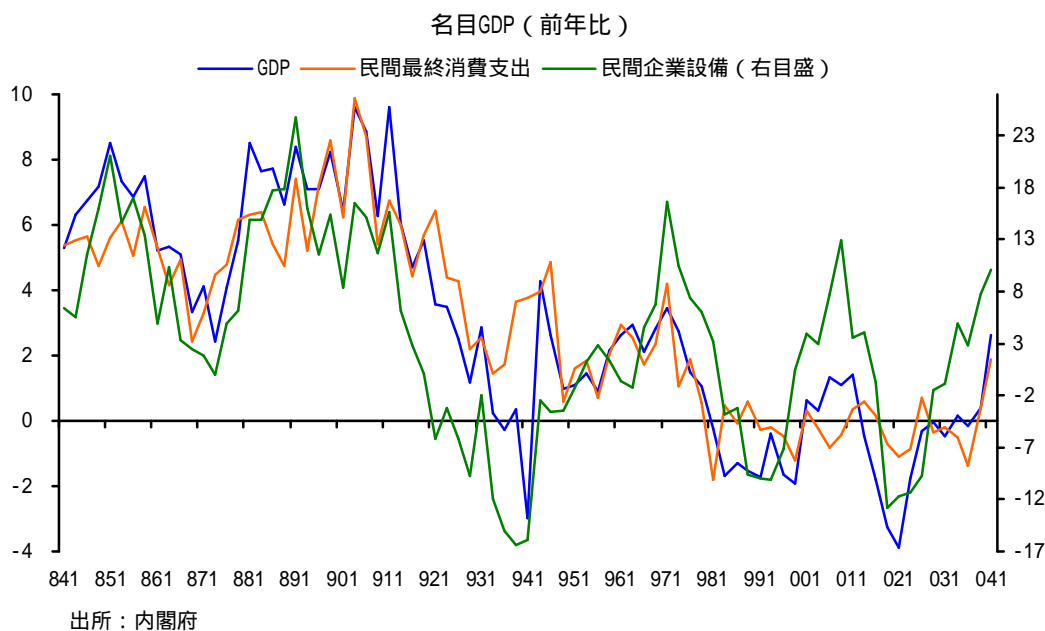
## 主要マーケット指標

<b>為替レート</b>	5月21日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	112.20(114.25)	109.45	107.15
ドルユーロ	1.1985(1.1885)	1.1835	1.2715
ドルポンド	1.7885(1.7600)	1.7730	1.8925
スイスフランドル	1.2820(1.2960)	1.3150	1.2620
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.04750(0.04750)	0.04550	0.05150
米国	1.28000(1.26000)	1.16875	1.12000
ユーロ	2.08875(2.09306)	2.06138	2.06138
スイス	0.25333(0.27750)	0.28000	0.27000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.455(1.505)	1.565	1.195
米国	4.75(4.76)	4.42	4.09
英国	5.17(5.06)	4.97	4.82
ドイツ	4.33(4.30)	4.17	4.14
<b>株 式</b>			
日経平均株価	11070.25(10849.63)	11944.30	10720.69
TOPIX	1125.21(1091.51)	1203.59	1058.76
NY ダウ	9966.74(10012.87)	10317.27	10619.03
S&P500	1093.56(1095.70)	1124.09	1144.11
ナスダック	1912.09(1904.25)	1995.63	2037.93
FTSE100（英）	4431.4(4441.8)	4539.9	4515.0
DAX（独）	3831.84(3803.10)	4026.15	4073.35
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	269.78(269.19)	269.29	264.13
原油（WTI、ドル/バレル）	39.93(41.38)	35.73	35.60
金（ドル/トロイオンス）	384.8(377.0)	390.8	397.5

## 04年1 - 3月の実質 GDP、13年ぶりの高成長

18日、内閣府より1 - 3月期の GDP（国内総生産）速報が発表された。物価下落により嵩上げされた実質 GDP は前年比 5.4%と7四半期連続のプラスとなり、91年1 - 3月期（6.3%）以来13年ぶりの高成長となった。公的固定資本形成と公的在庫品を除けば、いずれも前年を上回り、日本経済は順調に拡大しているように見受けられる。民間最終消費支出は3.5%増加し、消費税率が引き上げられる直前の97年1 - 3月期（4.2%）以来の高い伸びとなった。民間最終消費支出のプラス成長は4年を超え、実質ベースでは消費不況とい

えない拡大を続けていることになる。民間企業設備は前期と同じ14.7%増と好調であり、実質 GDP 成長率の半分は民間企業設備が寄与した。90年以降、民間企業設備の2桁増は2四半期連続が最高であり、3四半期以上は一度もない。前回ITバブルのときは、伸び率が最低をつけてから、8四半期目に最大となったが、今回の拡大も8四半期目である昨年10-12月期でピークを付けたと考えられ、設備投資がさらに拡大する余地はさほど残されていない。



名目 GDP 成長率は前年比 2.6%増と実質の半分以下である。デフレーターが前年を 2.6%下回り、大幅な物価下落によって底上げされている実質 GDP との格差は大きい。それでも、前回回復期の伸びを上回り、97年4-6月期以来の高い成長となった。前回の伸びを上回ったのは民間最終消費支出が 1.9%増と7年ぶりの伸びとなったからだ。民間企業設備も 10.1%増と00年10-12月期以来の2桁増となり、2四半期連続で伸びは拡大した。01年10-12月期の12.8%減を底に、民間企業設備の拡大は9四半期目と長期化している。民間住宅も3四半期連続のプラスとなり、民間需要は 3.8%増とITバブル期を上回り、97年1-3月期以来の高成長となった。一方、公的需要は 5.2%減とマイナス幅は過去最高に拡大したが、外需の伸びが4四半期連続で拡大し、公的需要のマイナスを補った。

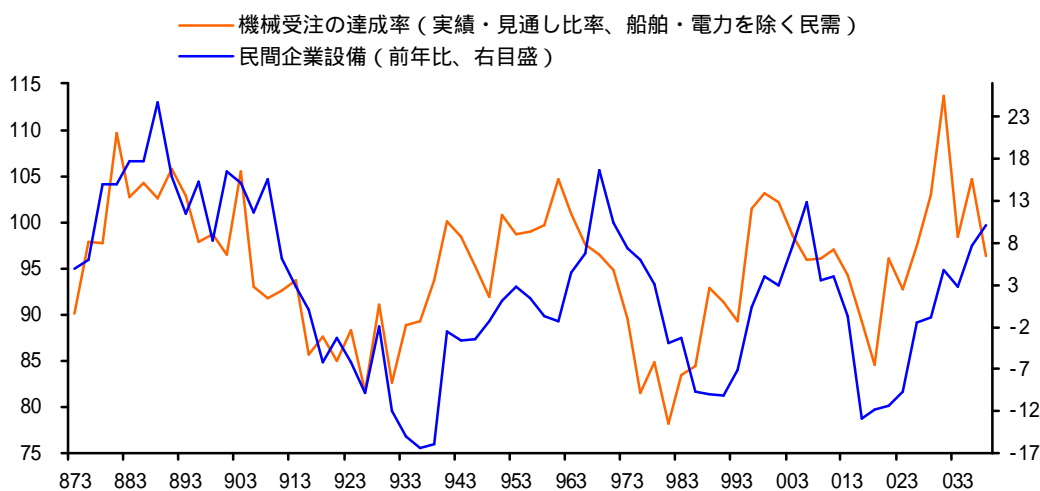
### 将来を見据えたときの株価の動き

予想外の外需の増大や株価の上昇によって期待収益率は改善、企業の設備投資意欲は増し、設備投資は2桁増まで拡大した。だが、設備投資拡大の長期化に伴い高採算投資物件は減少し、期待収益率は低下しつつある。設備投資部門の拡大が当該部門の消費マインドを刺激し、景気は消費部門に波及していった。消費は過去6年に及ぶ不振から抜け出した

ように回復力を強めているが、消費トレンドが変わったと言い切ることはできない。

設備投資は半導体関連といった特定分野に集中しており、過剰設備を抱えるリスクが高まっている。4 - 6月期の機械受注見通しによると、民需（船舶・電力を除く）は前年比2.2%減と6四半期ぶりのマイナスになりそうだ。「機械受注実績」を「見通し」で除した達成率は1 - 3月期、96.4%と2四半期ぶりに実績が見通しを下回り、達成率は昨年4 - 6月期をピークに低下しつつある。達成率と設備投資の関係をみると、達成率が1年前後設備投資に先行していることがわかる。達成率は03年4 - 6月期が最大であり、設備投資は04年1 - 3月期がピークになる可能性が高い。設備投資の減少は拡大と同様に、消費財部門に影響し、景気下降のきっかけをつくるであろう。

設備投資に先行する機械受注達成率



出所：内閣府

03年度の名目GDPは0.7%増と3年ぶりのプラス成長となった。04年度は04年1 - 3月期が高い伸びとなったため、向こう4四半期、04年1 - 3月期と同じGDP水準が続いたとしても0.9%成長することになる。このような成長が描けるにもかかわらず、先週、債券利回りは低下した。債券市場は名目成長率が04年1 - 3月期のような高い伸びが続くとは想定していないようである。一方、株式市場はGDPの予想外の伸びを好感し反発したが、将来の経済を織り込む本来の株価形成から逸脱した動きだ。業績発表が終わる5月下旬から6月にかけて値を崩したことを過去に何度も経験している。将来を見据えたとき、株価はどのような動きをするのか気掛かりである。