

## 週刊マーケットレター（05年5月30日週号）

2005年5月29日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

### 主要マーケット指標

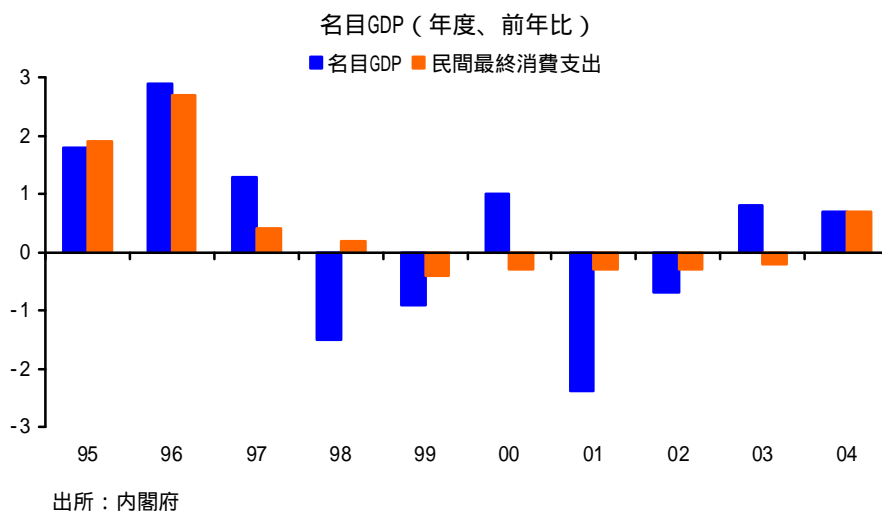
<b>為替レート</b>	5月27日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	107.95(108.15)	105.85	105.25
ドルユーロ	1.2585(1.2560)	1.2930	1.3245
ドルポンド	1.8240(1.8270)	1.9060	1.9185
スイスフランドル	1.2315(1.2345)	1.1915	1.1630
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.05375(0.05500)	0.05438	0.05188
米国	3.33000(3.29000)	3.19000	2.91000
ユーロ	2.12531(2.12388)	2.13000	2.13481
スイス	0.75000(0.75000)	0.75833	0.75250
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.250(1.265)	1.260	1.425
米国	4.07(4.12)	4.22	4.26
英国	4.38(4.38)	4.55	4.76
ドイツ	3.32(3.37)	3.41	3.70
<b>株 式</b>			
日経平均株価	11192.33(11037.29)	11005.42	11658.25
TOPIX	1132.34(1129.81)	1130.30	1167.33
NY ダウ	10542.55(10471.91)	10198.80	10841.60
S&P500	1198.78(1189.28)	1156.38	1211.37
ナスダック	2075.73(2046.42)	1930.43	2065.40
FTSE100（英）	4986.3(4971.8)	4789.4	5006.8
DAX（独）	4444.71(4360.68)	4189.02	4348.64
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	300.89(293.28)	305.88	300.23
原油（WTI、ドル/バレル）	51.85(46.80)	51.61	51.49
金（ドル/トロイオンス）	419.8(417.4)	433.0	434.9

### 過去10年の日本の平均経済成長率は+0.3%

日本の株価は長期金利の低下で支えられている。今期の予想配当利回り（東証1部、加重平均）は1.25%と長期金利と同じであり、長期金利がさらに低下するならば、株式の優位性が高まるだろう。日本の経済成長率は明らかに低下しており、長期金利はいずれ1%を再び割り込むはずである。経済成長率の低下は当然、収益の伸び率を引き下げ、配当も現状を維持できなくなるであろう。

05年1-3月期の名目GDPは前年比0.0%と2四半期連続で低下し、04年1-3月期の

3.2%増から大幅に鈍化した。04年度では0.7%と03年度並みの成長を維持でき、2年連続のプラス成長となった。だが、過去10年の成長率をみると、96年度が2.9%増加し、最高を記録しているが、これは消費税導入による駆け込み需要によるものであり、これを除けば、95年度の1.8%が最高である。過去10年の平均成長率は+0.3%にすぎず、過去5年に限ればマイナス0.1%になる。人口減と高齢化の要因により、向こう10年の経済成長率が過去10年を下回る可能性は大きく、日本の長期経済成長率がプラスを維持することは難しいのではないかと懸念される。長期期待成長率がマイナスになる可能性が高いことは、予想株価収益率（現在17倍）はまだ高いということである。



経済成長率が低迷しているのは消費が伸びないからだ。04年度も民間最終消費支出はGDPと同じ0.7%増加しただけである。03年度まで5年連続のマイナスと不振を極めていたが、04年度の伸び率は1%に満たなかった。過去10年の平均最終消費支出の伸びは+0.4%であり、過去5年ではマイナス0.1%になる。高齢化と人口減、さらに年金給付の制限、増税等、個人消費を萎縮させる政策が目白押しであり、個人消費の収縮は止めどなく続き、マイナス成長が常態化するであろう。

向こう10年の平均経済成長率がマイナスになれば、04年度のGDP（505兆円）が500兆円を割り込むことになり、その少なくなったGDPを現役と年金生活者で配分することになる。高い名目経済成長率を前提に算出した年金改革は「絵に描いた餅」になり、これからの年金は大幅にカットされるであろう。年金不安などから、年金受給者や将来の年金受給者の消費性向は低下し、現役世代に加え高齢者の消費も低迷すると予想される。

過去の日本の経済成長から将来を予想すると、長期金利は依然高く、株式は割高である。こうした日本経済の動きを察知してか、外人の投資スタンスは株式よりも債券に移ってきている。外人の日本株買越額は4月、1,397億円に縮小したが、債券の買い越し額は1兆9,246億円に急増し、5月も21日までに債券をすでに1兆7,137億円買い越しており、外人の債券重視の投資姿勢が目立ってきた。

円ドルレートは、米長期金利が予想外に低下しているが、日本の経済成長率の低下によって、日本の長期金利の低下余地が米国よりも大きいと予想されることから、円安ドル高の流れが持続しよう。4月の貿易黒字（季節調整値）は前月比 20.4%減の7千億円台と 03年3月以来 25 ヶ月ぶりの低水準に落ち込んだことも、輸出企業のドル売りを弱めるはずだ。3月、前年比プラスとなった数量指数は4月、1.5%減と再び前年割れとなり、外需によって経済が支えられるような情勢ではない。日本の経済成長率の急激な減速が、外人の日本への投資姿勢の修正を迫っているといえる。