

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(04年 3月 1日週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年3月1日週号）

2004年3月1日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

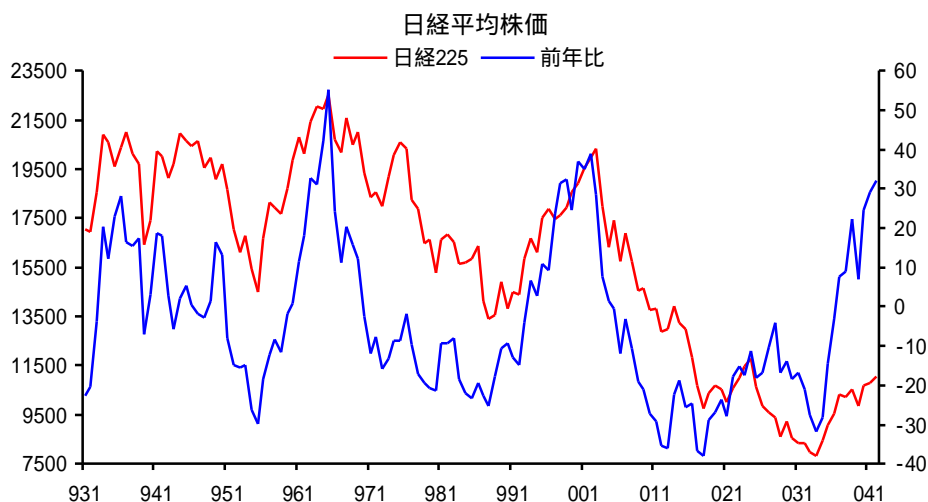
為替レート	2月27日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	109.15(109.10)	105.60	109.05
ドルユーロ	1.2485(1.2535)	1.2645	1.1935
ドルポンド	1.8670(1.8590)	1.8265	1.7115
スイスフランドル	1.2625(1.2620)	1.2410	1.2930
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.05125(0.05125)	0.05313	0.05625
米国	1.12000(1.12000)	1.12000	1.17317
ユーロ	2.04838(2.06138)	2.07538	2.15625
スイス	0.25833(0.27000)	0.23167	0.25667
長期金利(10年債)			
日本	1.220(1.195)	1.300	1.330
米国	3.97(4.09)	4.07	4.24
英国	4.73(4.82)	4.77	5.02
ドイツ	4.03(4.14)	4.15	4.46
株 式			
日経平均株価	11041.92(10720.69)	10928.03	10163.38
TOPIX	1082.47(1058.76)	1063.36	1006.11
NY ダウ	10583.92(10619.03)	10609.92	9779.57
S&P	1144.94(1144.11)	1144.05	1058.45
ナスダック	2029.82(2037.93)	2116.04	1953.31
FTSE100(英)	4492.2(4515.0)	4447.0	4370.3
DAX(独)	4018.16(4073.35)	4134.42	3744.99
商品市況(先物)			
CRB 指数	274.73(264.13)	266.99	248.44
原油(WTI、ドル/バレル)	36.16(35.60)	34.12	30.41
金(ドル/トロイオンス)	396.4(397.5)	410.0	396.8

株価上昇は最終局面へ

先週末、日経平均株価は11,000円を回復し、昨年来高値に接近した。月末では02年5月以来、21ヵ月ぶりの高値だ。このまま株価はさらに続伸し、12,000円台を目指すのか、あるいは最後の上げ相場となりピークアウトに向うのだろうか。おそらく、直ちに値崩れしてしまうことはないが、上昇率などから判断すると、株価はピーク近辺にあり、上昇余地は大きくないと思う。

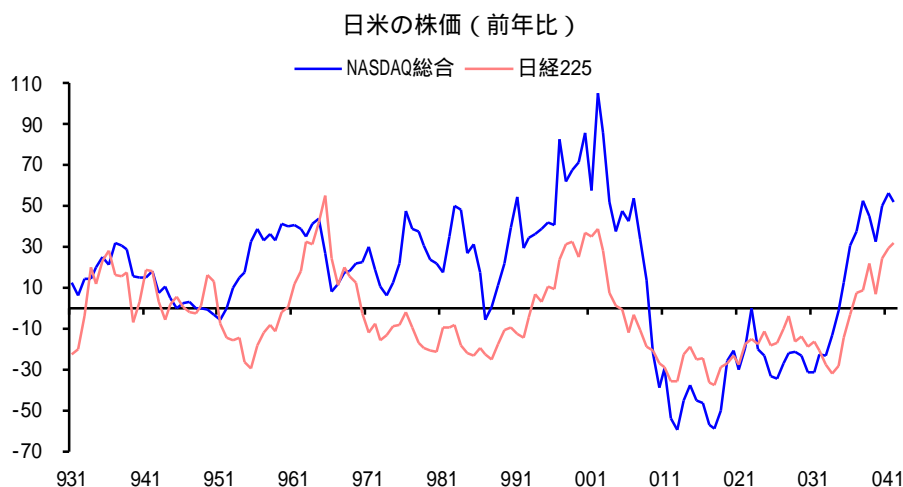
日経平均株価の上昇率は2月末、前年比32.0%とITバブル期末期の00年2月末以来の高

い伸びとなった。IT バブル期でさえ上昇率が 30%を超えた月数は 5 ヶ月にすぎず、前々回の 96 年にピークを付けたときには 4 ヶ月だった。今回の上昇過程では初めての 30%越えたが、経験則に照らし合わせると、向こう数ヶ月は 30%のラインを上回り、6 月頃からは厳しい場面を迎えることになる。



日経平均株価の前年比伸び率が上向いてから 10 ヶ月が経過した。IT バブル期では上昇期間は 17 ヶ月だったが、95 年 6 月を底とする上昇では 12 ヶ月で終わった。過去の上昇期間を参考にしても、今回の相場は長くみてもあと半年ほどの寿命ではないか。

株価の上昇期間は下降期間に比べて短いことが、チャートから明らかである。今回の相場も場合によっては、3 月、4 月に反落するかもしれない。一旦、下降過程に入れば、上昇以上に長引くため、早目の対応が必要だ。人間の金銭への欲望は限りなく、まだ上がると欲張っていると、見る見るうちに損失額が膨らみ売りに売れないことになる。



日本の株価は上昇しているが、米株式相場は上値が重くなってきており、特に、ハイテク銘柄の多いナスダック総合株価指数は先週末、2,029 と 1 月 26 日の高値より 5.8%値下が

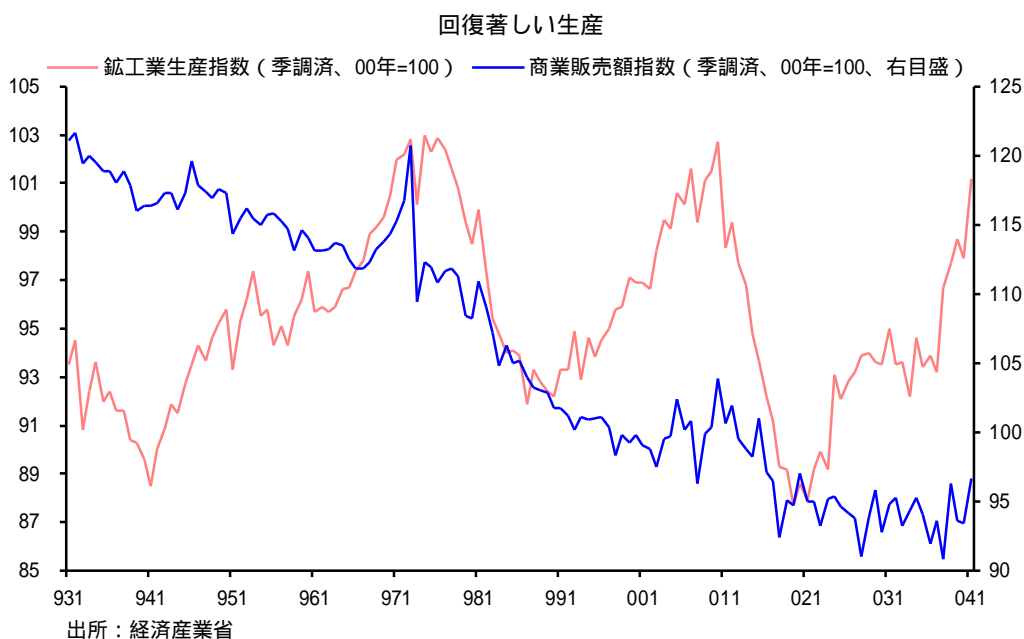
りした。株価収益率が 30 倍弱に上昇した S&P500 も 1,150 あたりで足踏みしており、景気や企業収益は織り込んでしまったようである。

日本の株価はナスダックとの相関性が高く、今回の上昇もナスダックの上昇に引っ張られていることがわかる。ただ、ナスダックの伸び率は前年比 50% 超と IT バブル期以来の伸びとなり、いつ調整局面に入っても不思議でない状況にある。コンファレンスボードの消費者信頼感指数は 2 月、87.3 と前月比 9.1 ポイント低下したことや 1 月の耐久財新規受注の前月比減など景気減速の兆しも窺われ、米株式相場の不透明感は増している。

株式相場の調整は米投資家のリスク許容度の低下となり、対日株式投資の削減や撤退につながるであろう。米株式相場の写真相場である欧州も下振れることになり、欧州からの対日投資も冷え込むことが予想される。

鉱工業生産、一部産業に偏る急上昇の脆さ

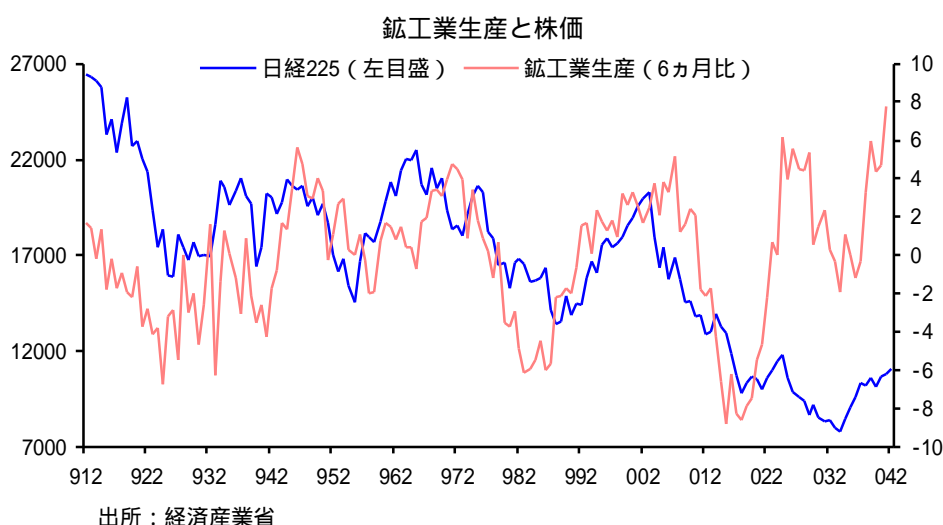
鉱工業生産は 01 年 11 月を底に 02 年半ばまで回復力が強かったが、その後、勢いは弱まり昨年 8 月までもたついていた。だが、昨年 9 月以降急速に回復しており、1 月には前月比 3.4% 増の高い伸びとなった。情報通信を除けばすべての業種で前月比プラスとなり、生



産は広い分野に波及しているようにみえる。だが、前年比伸び率（5.0%）に対する寄与度は電子部品・デバイスが 2.8% と抜きん出ており、一部の産業に偏っていることが気掛かりだ。これに一般機械を加えると 4.4% となり、鉱工業生産の伸び率の 9 割近くが、2 業種に依存しているという脆さを抱えている。突き詰めた言い方をすれば、鉱工業生産は変動の激しい半導体産業と一蓮托生の関係にあるということなのである。

1 月の生産指数は 101.2 と 01 年 11 月よりも 15.4% 高くなり、IT バブル期の上昇率を上

回り、前回のピーク（00年12月、102.7）に接近してきた。生産指数回復の原動力になっているのは輸出である。1月の輸出額は4.8兆円（季節調整値）と3ヵ月連続して前月上回り、過去最高を更新した。一般機械や電気機器などの輸出が好調であり、前年比でも11.2%増加した。対米輸出は減少したが、アジアおよびEU向けが20.7%、11.1%それぞれ伸びた。特に、中国向けは建設・鉱山用機械、事務用機器等の機械類や鉄鋼・非鉄、重電が好調であり、前年比33.8%増加した。中国を中心にしたアジアへの輸出が国内生産を牽引していると考えられるが、輸出拡大がいつまでも途切れることなく持続することはあり得ない。90年代でも輸出は3回の減少を経験しているように、世界景気の影響を受けることは避けがたいのである。



前回の輸出拡大は01年3月まで25ヵ月続いたが、今回も04年1月ですでに25ヵ月経過しており、輸出にいつまでも期待することはできない時期にきているのではないか。内需に目を向けてみると、機械受注の動向などから設備投資は年央には鈍化する見通しであり、消費が本格化する環境は整っていない。1月の商業販売額指数は前月比3.5%と大幅に上昇し、01年11月以来の高水準となった。勤労者世帯の消費支出も前年比3.1%と2ヵ月連続のプラスだ。一方、1月の完全失業率は5.0%と前月比0.1ポイント悪化し、毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比-0.8%と2ヵ月連続のマイナスである。2月の東京都消費物価指数は前月比-0.1%（生鮮食品を除く総合）と2ヵ月連続のマイナスとなるなど、物価や所得が消費マインドを好転させると判断するにはなお材料不足である。