

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(04年6月14週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年6月14週号）

2004年6月13日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

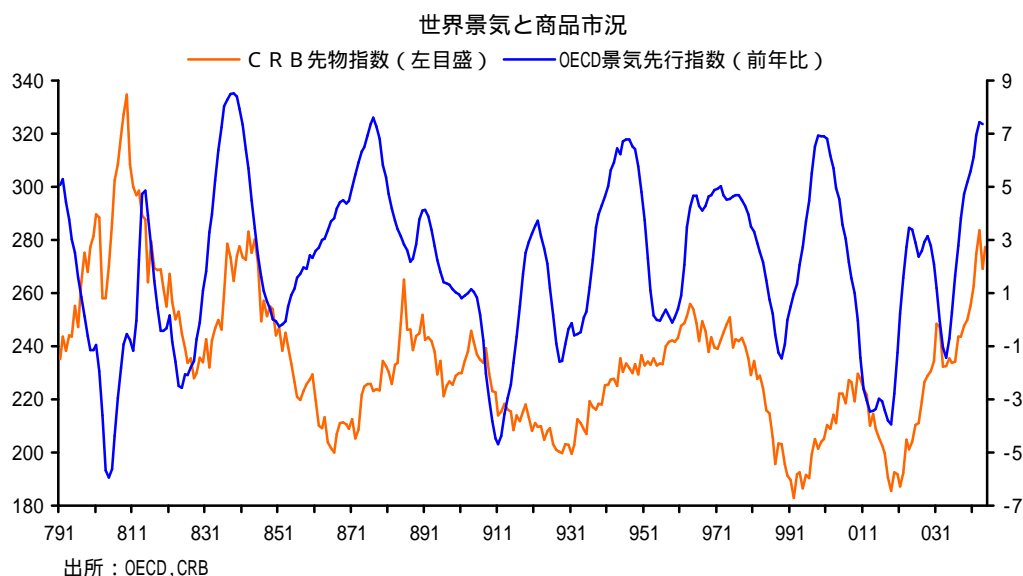
為替レート	6月11日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	110.10(111.05)	113.20	110.85
ドルユーロ	1.2005(1.2285)	1.1870	1.2355
ドルポンド	1.8195(1.8395)	1.7550	1.8115
スイスフランドル	1.2585(1.2390)	1.2975	1.2715
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.04875(0.04875)	0.04750	0.05125
米国	1.52000(1.37375)	1.24000	1.11000
ユーロ	2.11275(2.10013)	2.08438	2.05538
スイス	0.45333(0.29333)	0.28833	0.25333
長期金利(10年債)			
日本	1.780(1.595)	1.535	1.285
米国	4.80(4.77)	4.74	3.69
英国	5.24(5.22)	5.07	4.62
ドイツ	4.43(4.39)	4.29	3.91
株 式			
日経平均株価	11526.82(11128.05)	10907.18	11297.04
TOPIX	1160.30(1124.97)	1088.89	1120.34
NY ダウ	10410.10(10242.82)	10019.47	10128.38
S&P500	1136.47(1122.50)	1095.45	1106.78
ナスダック	1999.87(1978.62)	1931.35	1943.89
FTSE100(英)	4484.0(4454.4)	4454.7	4445.2
DAX(独)	4014.56(3961.93)	3849.84	3904.95
商品市況(先物)			
CRB 指数	269.93(274.75)	271.30	275.42
原油(WTI、ドル/バレル)	38.45(38.49)	40.06	36.78
金(ドル/トロイオンス)	385.9(390.9)	376.9	400.7

4月のOECD景気先行指数、17年ぶりの上昇で世界景気はピークか

債券相場は急落し、先週末の利回りは1.78%と00年11月以来の水準に上昇した。利回りは3週連続の上昇となり、その間の上げ幅は33ベイシスポイントに達した。週初、株価が今年最大の上げ幅をみせたほか、強目の経済指標(4月の『機械受注』や5月の『企業物価指数』)の発表などが債券関係者の心理を弱気にさせた。

5月の国内企業物価指数は前年比+1.1%と6年7ヵ月ぶりの1%超となった。鉄鋼、非鉄の上昇率が3ヵ月連続の2桁増となったほか、原油高により石油・石炭製品などの素材製

品が前年を上回った。ただ、主力の電気機械、輸送用機械は引き続きマイナスとなっており、全体の伸びを押さえている。今後、素材価格の上昇が電気機械、輸送用機械に波及する可能性はあるが、影響は限定的だと思う。原油価格も落ち着きを見せ始めており、世界の景気循環からも原油がさらに上昇することはないはずだ。鉄鋼、非鉄等の素材価格もこれまでの行き過ぎが是正され、国内企業物価も一時的な上昇にとどまる見通しである。



不動産やリースのマイナス幅が大きく、4月の企業向けサービス価格指数は前年比 0.6% 減と前月と同じ下落率となった。経済に占めるサービス部門の比率が高いことから、素材価格の上昇だけで、物価全体が著しく値上がりすることはないであろう。

世界景気と商品市況の代表的な指標である CRB 先物指数を比較してみると、オイルショックのように、商品市況の急騰が景気を失速させるケースもあったが、通常、商品市況は景気に遅行する傾向がみられる。

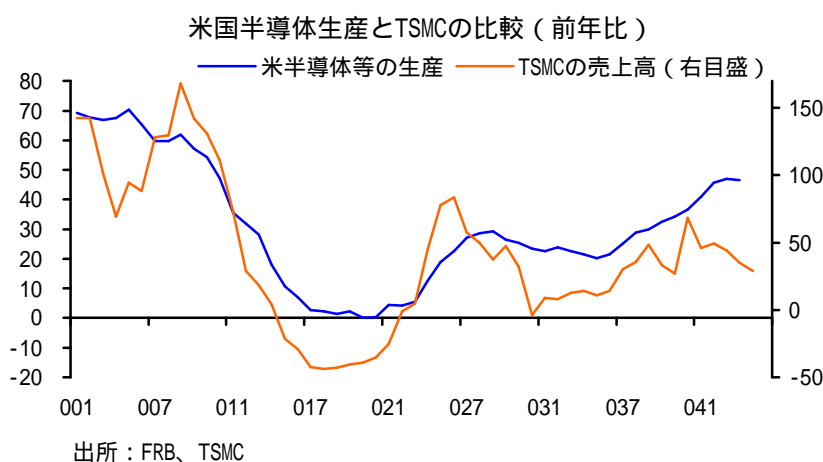
4月のOECD景気先行指数は前年比7.4%増と前月と同じ伸びとなり、頭打ち感が強まった。これほどの伸びは90年代ではみられず、1987年8月まで遡らなければならない。景気先行指数の急激な伸びは、短期的に、世界景気はピークに達したと判断してよいのだと思う。世界経済の牽引役である米国景気の勢いに鈍化の兆しがある。OECD発表の米景気先行指数は昨年3月を底に、過去にないような急激な上昇を続けてきたが、6ヵ月比年率は昨年12月をピークに4ヵ月連続で低下しており、今後、経済成長率は減速していくと予想できるからだ。

商品市況の遅効性から判断すれば、CRB先物指数はしばらく高止まり、国内企業物価に上昇圧力を与えるかもしれないが、長期金利は世界景気の減速に反応し、1%台前半の水準に落ち着くであろう。

4月の機械受注、製造業は過去最大の伸び

4月の機械受注によると、民需（船舶・電力を除く）は前月比11.8%増加した。非製造業は+0.2%の微増だが、製造業が30.6%増と調査開始以来の高い伸びとなったからだ。製造業を牽引したのは電気機械であり、前月比40.1%増加し、製造業の増加額の4割弱を占めた。

民需（船舶・電力を除く）は前年比でも16.9%増と昨年12月以来の高い伸びとなった。製造業が45.8%伸びた半面、非製造業（船舶・電力を除く）は0.8%減と2ヵ月連続のマイナスだ。製造業は過去2番目の伸びとなったが、主役は半導体製造装置と電気計測器等の半導体関連である。前回のITバブルのときも半導体関連の設備投資が急拡大したが、今回も同じ経緯を辿っているようだ。



半導体受託生産会社の最大手である台湾 TSMC の売上高は5月、前年比29.2%増と3ヵ月連続の低下となり、半導体需要に減速の兆しが見られる。受託

会社の売上は半導体生産の先行指標になることから、現在好調な半導体生産も弱含んでいく可能性がある。そのような状況下で、半導体の設備投資拡大は相当高いリスクを孕んでいると言わざるを得ない。

機械受注と物価との関係でとらえると、機械受注がピークに達した過程で、国内企業物価がこれだけの上昇率に収まっていることは、景気の国内企業物価への上昇圧力は峠を越えたということだ。機械受注に世界景気の位置や商品市況の状況を加味して考えれば、債券は買いで、株式は売りなのである。1 - 3月期の名目成長率が前年比3.0%に上方修正されたが、景気拡大は6月で29ヵ月目と戦後の平均拡大期間（33ヵ月）に近づいてきた。株式・債券運用者は、日本が景気循環のどの地点にいるのか、自問してみる必要がある。