

# The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

( 2003年 12月 21日 )

曾我 純

## 週刊マーケットレター（03年12月22日週号）

2003年12月21日

曾我 純

## 主要マーケット指標

<b>為替レート</b>	12月19日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	107.80(107.90)	109.30	114.05
ドルユーロ	1.2375(1.2275)	1.1875	1.1375
ドルポンド	1.7665(1.7470)	1.6970	1.6350
スイスフランドル	1.2555(1.2615)	1.3075	1.3675
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.05625(0.05625)	0.05625	0.05250
米国	1.17000(1.16813)	1.17000	1.14000
ユーロ	2.13688(2.14663)	2.14525	2.14550
スイス	0.25000(0.26000)	0.24000	0.24667
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.315(1.310)	1.285	1.380
米国	4.13(4.24)	4.23	4.16
英国	4.77(4.81)	4.99	4.62
ドイツ	4.27(4.30)	4.36	4.15
<b>株 式</b>			
日経平均株価	10284.54(10169.66)	9614.60	10938.42
TOPIX	1008.61(998.70)	953.19	1070.03
NY ダウ	10278.22(10042.16)	9690.46	9644.82
S&P	1088.66(1074.14)	1042.44	1036.30
ナスダック	1951.02(1949.00)	1899.65	1905.70
FTSE100（英）	4412.3(4347.6)	4327.4	4257.0
DAX（独）	3898.42(3860.13)	3652.29	3578.70
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	260.87(262.44)	253.92	238.49
原油（WTI、ドル/バレル）	33.02(33.04)	32.92	27.03
金（ドル/トロイオンス）	409.2(409.4)	394.9	381.8

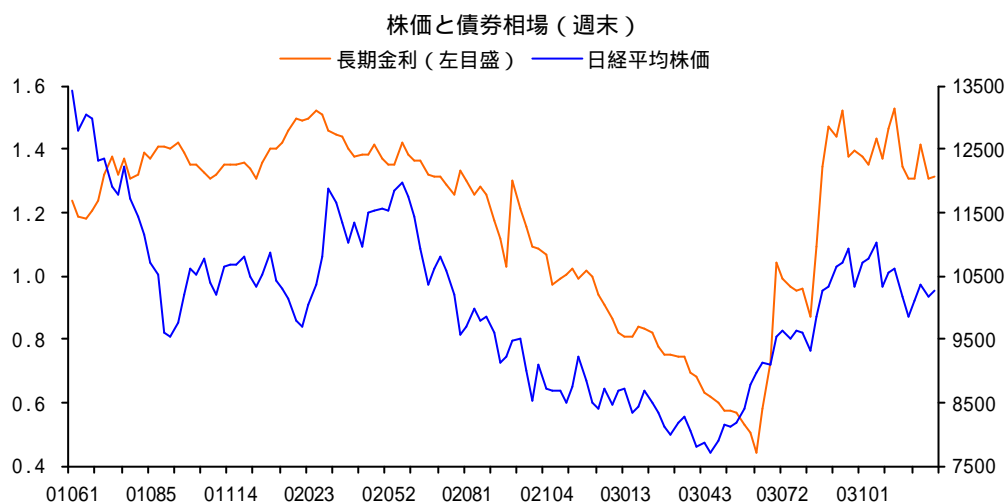
## 外人は株売り・債券買いの姿勢強める

財政の行き詰まりや年金負担の重圧によって、来年の日本経済は厳しさを増すことになろう。輸出増によって生産が一時的に回復したことから、株価は1万円台に戻ったが、いつ1万円を割れてもおかしくない経済状況にある。17日に決まった与党の「04年度税制改正大綱」や「年金制度改革案」、20日の「04年度予算財務省原案」を株式市場は評価していくことになると思うが、経済にマイナスの作用をもたらすことは間違いなく、株式にはマイナス、債券にはプラス材料となるだろう。決断力に欠ける日本の市場関係者の態度は

煮えきらず、市場の反応は鈍い。だが、外人は12月12日までの1週間に株式を約1千億円売り越す一方、債券を約7千億円買い越した。今後、おそらく外人は日本の株式売り・債券買いの投資姿勢を強めていくことになるだろう。

### 来年、債券利回りは1%前後、日経平均株価は8,000円台へ

19日発表の政府の「04年度経済見通し」によると、名目経済成長率を0.5%増と想定している。03年度上期（03年4月～9月）の名目成長率は前年比横ばいと低迷しており、03年度のプラス成長は難しい。国民負担が増す04年度に、消費が拡大し設備投資もさらに伸びるといふ計画はあまりにも杜撰だ。名目成長率のマイナスは避けがたく、債券相場はふたたび1%を目指すのではないか。

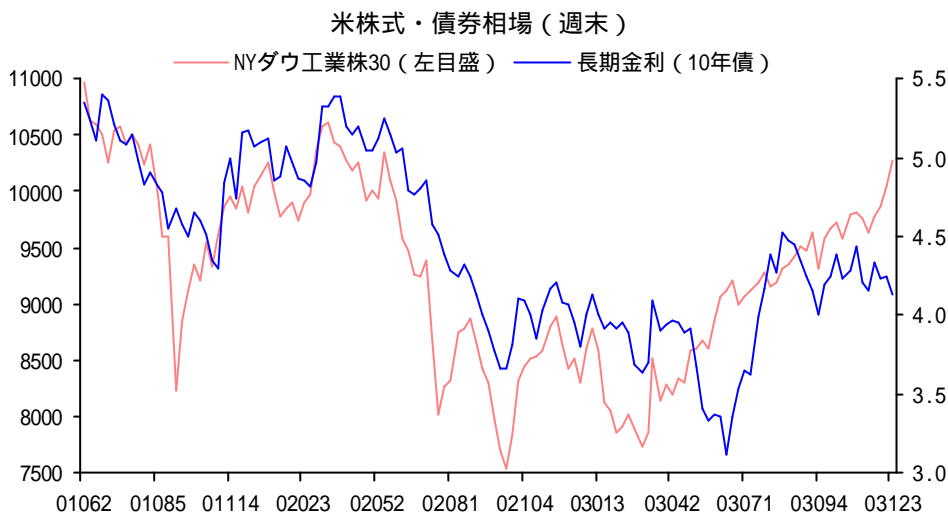


信用買い残は10月第5週のピークから2,700億円減少したが、11月第3週以降は微減にとどまり、信用買い残は高止まっている。信用買いが膨れるほど投資家心理を強気にさせる材料は見当たらず、投機的な動きは沈静化する見通しであり、信用買いの手仕舞いが相場を崩す要因のひとつになるとみている。営業利益の前年比伸び率が鈍化していることも、株価の割高感を強めている。収益の伸びが拡大しているときには予想株価収益率は高くなる傾向があるが、低下しているときに高止まりしているのは不自然である。いま、日経平均株価の予想株価収益率は約23倍だが、今後、収益の伸び率が下がるにしたがって20倍前後に低下しよう。収益が変化しないという前提で20倍を当てはめると株価は8,000円台半ばとなるが、この程度への下落の可能性は高いと考えられる。

### 米国も株式よりも債券が有利か

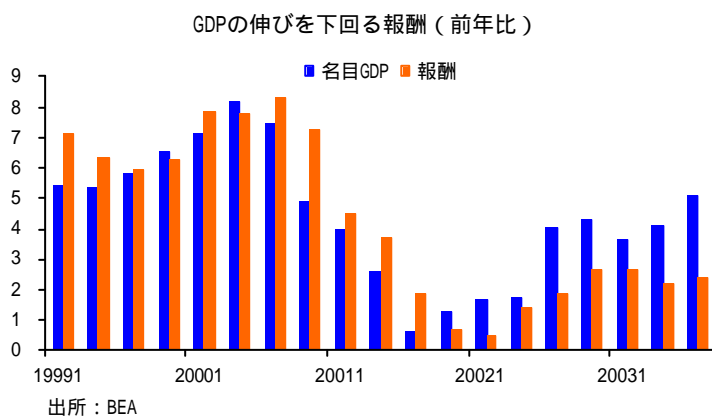
11月の米消費者物価指数は前月比0.2%低下した。食品・エネルギーを除くコア指数も-0.1%と82年12月以来21年ぶりの低下となった。物価の下落によって、低金利政策が続く見通しが強まり、ドルは売られたが、債券と株式は堅調に推移した。

11月の米住宅着工件数は前月比年率4.5%増の207万戸と約20年ぶりの高水準となったほか、鉱工業生産指数は前月比+0.9%と3ヵ月連続のプラスになるなど、経済は予想以上に拡大しているが、逆に、物価は下落した。



コア指数の前年比上昇率は+1.1%と約38年ぶりの低い伸びとなり、総合指数も+1.8%と02年9月以来の2%割れとなった。11月のユーロ物価上昇率は前年比+2.2%と前月比0.2ポイント上昇し、米CPIよりも高くなった。米10年債の利回りは1週間で11ベイシスポイント低下したが、02年末（3.81%）を大幅に上回っており、低下余地は大きい。緩やかに物価が低下していることから、3%台を目指した動きとなるであろう。NYダウとナスダックは02年末から23.2%、46.1%それぞれ値上がりしており、向こう1年間の運用は株式よりも債券が有利と判断している。

### 米物価の歴史的な低下、低報酬・稼働率



7 - 9月期の実質GDPが前期比年率8.2%の高成長となったが、物価が一段と沈静化している要因のひとつに、雇用者報酬の抑制を挙げることができる。01年7 - 9月期までは名目GDPが雇用者報酬の伸びを下回っていたが、01年10 - 12月期以降は8四半期連続で名目

GDPが雇用者報酬を上回った。03年7 - 9月期の前年比伸び率の差異（名目GDP 報酬）は

2.7 ポイントに拡大しており、雇用者の分け前は縮小している。

11月の設備稼働率は75.7%と6月の74.0%を底に回復しているが、前年比では0.3ポイントの上昇にとどまっている。02年までの平均稼働率(81.3%)を依然大きく下回っており、稼働率の上昇が生産性を高め、物価を押し下げる役割を果たしていように見受けられる。80%程度までの稼働率上昇であれば、引き続きコスト低下につながり、物価低下に寄与するであろう。7-9月期の労働生産性は前年比+5.0%と2四半期連続して伸びは拡大したが、機械設備に余裕があることから来年も労働生産性の高い上昇が期待できそうである。

\*今年の週刊マーケットレターは今回で終わります。次回は1月12日号からとします。年末年始は市場参加者が少なく、ヘッジファンドなどが薄商いを突いて相場が大きくぶれることもあります。ユーロがさらに上昇するかどうか興味あるところです。商品市況は世界的な物価安定により、落ち着くでしょう。よいお正月をお迎えください。