

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(2004 年 1 月 25 日)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年1月26日週号）

2004年1月25日

曾我 純

主要マーケット指標

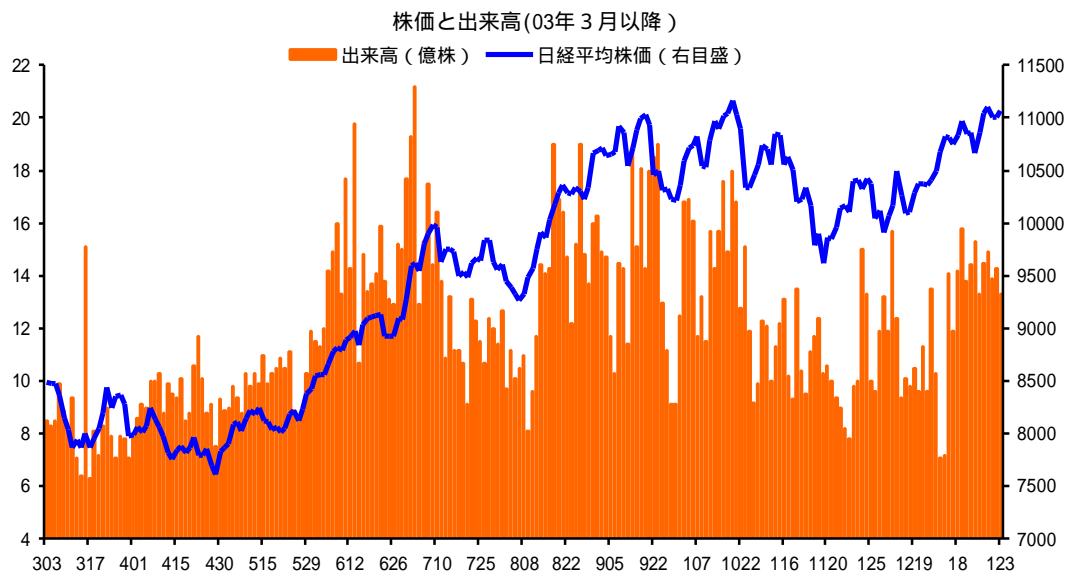
為替レート	1月23日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	106.75(106.65)	107.40	109.50
ドルユーロ	1.2585(1.2375)	1.2395	1.1785
ドルポンド	1.8265(1.7965)	1.7635	1.6940
スイスフランドル	1.2425(1.2690)	1.2590	1.3140
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05250(0.05625)	0.05875	0.05563
米国	1.12000(1.12000)	1.17000	1.16063
ユーロ	2.07038(2.07263)	2.13813	2.14656
スイス	0.23000(0.23500)	0.26000	0.23667
長期金利（10年債）			
日本	1.330(1.265)	1.290	1.345
米国	4.07(4.03)	4.26	4.32
英国	4.73(4.72)	4.75	4.97
ドイツ	4.13(4.16)	4.24	4.29
株 式			
日経平均株価	11069.01(10857.20)	10372.51	10335.16
TOPIX	1076.93(1058.97)	1015.26	1017.03
NY ダウ	10568.29(10600.51)	10341.26	9613.13
S&P	1141.55(1139.83)	1096.02	1033.77
ナスダック	2123.87(2140.46)	1974.78	1885.51
FTSE100（英）	4460.8(4487.9)	4440.9	4240.2
DAX（独）	4151.83(4111.64)	3903.34	3497.14
商品市況（先物）			
CRB 指数	268.26(267.88)	255.76	248.69
原油（WTI、ドル/バレル）	34.94(35.07)	31.95	30.30
金（ドル/トロイオンス）	407.9(406.7)	411.0	384.7

投機色強まる株式相場

外人の日本株・債券買いが続いている。株式は1月16週までの4週間で1.14兆円、債券は0.76兆円を買い越した。一方、当該期間、対外証券投資は若干の売り越しとなったため、外人の対内証券投資により、円ドル相場は106円台の底堅い展開となった。

外人の日本株買いが個人投資家の市場参加を促し、売買高は増加しており、売買代金は1月6日以降、1兆円を越えている。個人投資家の売買が活発になっているのは、信用買い残の増加からも分かる。1月16日時点の買い残は2.05兆円と4週ぶりに2兆円台に回復

した。



松井証券の信用取引資産は昨年9月末、1,805億円と前年より約700億円増加し、証券最大手の野村證券(2,156億円)に迫っている。売買回転の速い松井証券を始めとするネット証券顧客の信用売買が出来高を膨らませていることは想像に難くない。買い手は外人と信用だけであり、買いの裾野は広がっていない。円高期待を背景に外人は買い姿勢を強めているが、米金融政策の変更等で外人買いが途絶えれば、梯子を外されたも同然の状態になり、一気に相場は崩れることになる。

昨年9月末、家計の純金融資産は1,010兆円と前年比+0.9%とプラスに転じたが、所得が減少している状況では、プラスを維持するのは難しい。企業部門も過剰資産圧縮の途上であり、リスクのある株式を保有する余裕はないはずだ。家計、企業とも余分の資金があれば、負債の返却に回すであろう。一部のゆとりのある個人を除けば、株式等のリスク資産に新規資金を投入することのできる人は限られている。ネットでの日計り商いの参加者は大幅に増加したが、長期投資の参加者は減少しているのが実情だ。

ITバブルのときのような状況に近づいているというのが今の株式相場ではないか。株価の激しい変動が实体经济に及ぼす影響を嫌というほど味わった経験がいつまでも活かされることなく、逆に、投機を煽る政策を進めてきた。いつ金融機関が破綻するかもしれない経済環境下で、株式市場を流動性の高い博打場へと誘導している当局及び市場関係者の責任は重い。

政府の「景気回復宣言」は製造業に限定すべきだ

1月の月例経済報告では「景気は、設備投資と輸出に支えられ、着実に回復している」と総括し、前月までの「景気は、持ち直している」を上方修正した。02年1月、景気は谷

をつけ回復しつつあるが、月例経済報告に「回復している」を盛り込んだのは初めてだ。この1月で景気回復期間は丸2年となり、前回の拡大期間（99年1月～00年10月、21ヵ月）を超えた。

11月のディフュージョン・インデックス（DI）一致指数は80%と前月（100%）に比べれば低下したものの、景気は製造業を中心に広がっている。DIは3ヵ月前に比べて改善していればプラスという約束である。100%ということは11系列すべてがプラスを示し、これ以上の好転は望めないことである。

一致指数は11本の経済指標でできているが、11本中7本が製造業の指標であり、鉱工業生産が拡大すれば、一致指数は改善する仕組みになっている。『国民経済計算』によると、国内総生産に占める製造業の比率は2002年、19.7%とはじめて20%を割った。なのに、一致指数のウエイトは63.6%と高く、実体経済をあらわしているとはとてもいえない。一致指数を根拠に、景気が回復しているといえるのは製造業の景気が回復しているというのが正確である。先行指数も12系列のうち5系列は製造業であり、製造業の影響力が大きすぎる。

7-9月期の名目成長率は前年比-0.3%とマイナスに転じた。民間最終消費支出は同-1.5%へとマイナス幅は拡大し、4四半期連続の前年割れだ。12月の東京都区部百貨店とコンビニの売上高は前年比4.7%、1.8%それぞれ前年を下回った。日本リサーチ総合研究所発表の消費者心理をあらわす生活不安度指数（12月）は前回（10月）よりも悪化し、将来の暮らし向きについて不安を感じているようだ。短期的に変動の大きい製造業が好転しているからといって、経済全体が良い方向に向っているとはいえないのである。

米国の低金利、ドル安、株高戦略

円売りドル買い介入により、日銀当座預金残高の目標値を維持できなくなったため、20日、日銀は「27～32兆円程度」の目標値を「30～35兆円程度」に拡大した。今後、円売りドル買いが大規模に行われることになれば、目標値はさらに上方修正されよう。



大統領選挙を控え、FRBは現状の超低金利政策を余儀なくされよう。設備稼働率は低く、実体経済からみても物価安定が損なわれる状況ではない。低金利の持続によって、ドル安を

維持し、経済成長を支えようとしている。現政権にとって景気拡大は最重要課題であり、

拡大維持のためには形振り構わぬ政策を打ち出すことも考えられる。そうした政策により株価の上昇力を強め、支持率を引き上げ当選を果たすというのがブッシュ大統領の戦略なのだ。

こうしたブッシュ大統領のドル安政策を支えているのが日本の円売りドル買い介入なのである。いまのところ、日本の為替介入によってドルの下落速度は許容範囲に収まっており、米政権にとっては、理想的は経済状況にあるのではないか。ただ、低金利の長期化で米株式市場は上昇力を強め、NYダウは10,600ドル前後まで回復し、ファンダメンタルズから説明がし難くなってきた。FRBも選挙を控え「根拠なき熱狂」と揶揄することもできず、株式バブルは膨らみ続ける見通しである。