

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(04年 6月 28週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年6月28週号）

2004年6月27日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

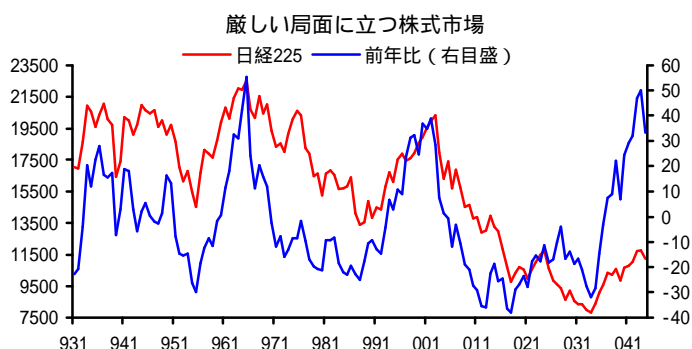
主要マーケット指標

為替レート	6月25日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	107.55(108.85)	111.70	106.15
ドルユーロ	1.2175(1.2140)	1.2110	1.2130
ドルポンド	1.8255(1.8385)	1.8105	1.8075
スイスフランドル	1.2495(1.2445)	1.2720	1.2795
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.05125(0.05125)	0.04750	0.05125
米国	1.58000(1.55000)	1.29000	1.11000
ユーロ	2.11900(2.12163)	2.09150	1.98738
スイス	0.46167(0.47000)	0.25167	0.25000
長期金利(10年債)			
日本	1.835(1.850)	1.465	1.310
米国	4.64(4.71)	4.72	3.74
英国	5.13(5.19)	5.11	4.64
ドイツ	4.33(4.34)	4.31	3.83
株 式			
日経平均株価	11780.40(11382.08)	10962.93	11530.91
TOPIX	1172.44(1149.88)	1115.66	1160.00
NY ダウ	10371.84(10416.41)	10117.62	10218.82
S&P500	1134.43(1135.02)	1113.05	1109.19
ナスダック	2025.47(1986.73)	1964.65	1967.17
FTSE100(英)	4494.1(4505.8)	4418.0	4373.6
DAX(独)	4013.35(3999.79)	3828.07	3811.92
商品市況(先物)			
CRB指数	272.25(269.83)	275.65	278.99
原油(WTI、ドル/バレル)	37.55(38.75)	41.14	35.51
金(ドル/トロイオンス)	402.9(395.1)	388.3	416.7

外需頼みの生産

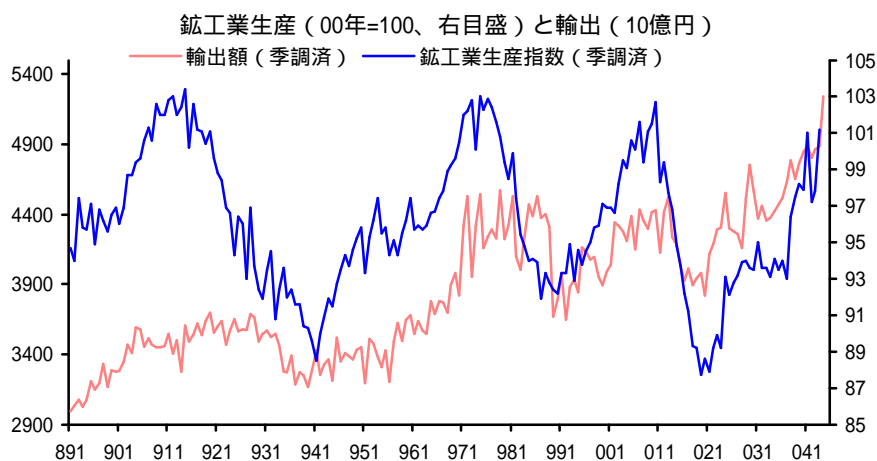
外人買いにより、日経平均株価は4月下旬以来の水準まで戻した。外人は輸出増に支えられた日本の景気拡大が持続すると踏んでいるのだろうか。だが、日経平均株価は4月末の前年比50.2%増をピークに2ヵ月連続で低下する見通しであり、過去の経験則に照らし合わせると、これほどの上昇相場の後には激しい下降相場が待ち受けていることがわかる。

外人買いの復活で円ドル相場は107円台と4月中旬以来の円高ドル安となった。円高ドル安や米債券相場の落ち着きよって、週末比、債券利回りは5週ぶりに低下した。



5月の輸出は前年比9.8%増と2ヵ月連続で伸びは低下したが、輸入も伸びが鈍化したため、貿易黒字は9,342億円、前年比+35.5%の大幅増となった。対米黒字は4.9%減少したが、対アジアNIEsが26.2%増の7,688億円と全体の8割超を稼いだ。好調な自動車輸出を背景に対欧州の黒字も増加した。アジアNIEs向け輸出は一般機械、電機機器のほかに化学や鉄・非鉄などの素材も好調である。中国向け輸出も一般機械や化学製品等を中心に21.4%増加した。昨年下半年の前年を4割も越える異常な拡大から鈍化したものの、過去数ヵ月、20%前後は伸びている。

車輸出を背景に対欧州の黒字も増加した。アジアNIEs向け輸出は一般機械、電機機器のほかに化学や鉄・非鉄などの素材も好調である。中国向け輸出も一般機械や化学製品等を中心に21.4%増加した。昨年下半年の前年を4割も越える異常な拡大から鈍化したものの、過去数ヵ月、20%前後は伸びている。



出所：経済産業省、財務省

経済産業省発表の小売業販売額は4月、前年比0.9%減と2ヵ月連続のマイナスだ。5月の百貨店やスーパーの売上高も大幅なマイナスとなり、内需

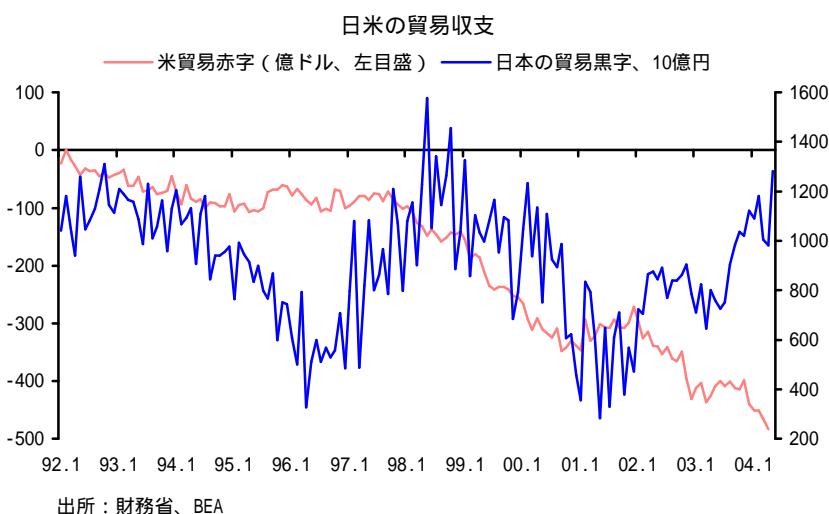
の回復力は弱い。一方、4月の鉱工業生産指数は前年比8.7%増とITバブル期のピークを上回った。こうした生産(供給)と国内需要のギャップを埋めているのは輸出である。5月の輸出(季節調整値)は5.2兆円と過去最高を更新した。ITバブル期では4.5兆円(01年3月)が最高であったが、これを昨年8月に更新してからも、輸出の勢いは弱まらず拡大を続けており、生産を牽引している。

輸出が好調であることは、製品が最終的に行きつく米国経済が堅調な状態を保っていることの裏返しである。1-3月期の米国の名目個人消費支出は8,055兆ドル(1ドル=107円換算で年861兆円、日本の民間最終消費支出は286兆円)と巨大であり、1-3月期の

前年比6%の成長を前提にすると、年4,830億ドルの需要が生まれることになる。米国の巨大な胃袋を満たすために中国、香港、韓国、台湾等の経由で膨大な製品が米国に向っており、そうした最終製品の部品・部材等が日本の製造業を潤しているのである。

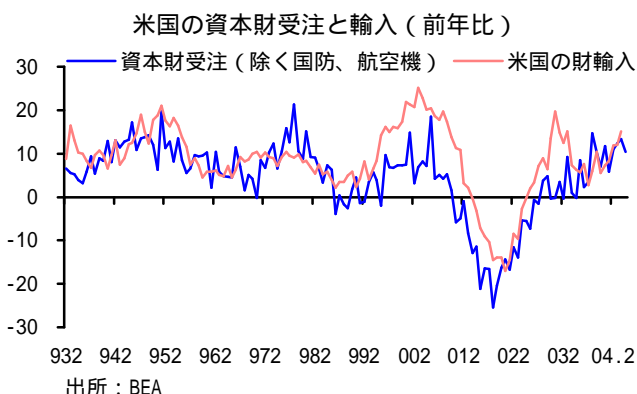
米利上げは1ドル=100円の突破もあり得る円高の始まり

5月の日本の貿易黒字(季節調整値)は1.28兆円、99年1月以来の高い水準に拡大した。他方、米国の赤字額は4月、483億ドルと過去最高を5ヵ月連続で更新した。4月のような赤字が続くことになれば、赤字は年6,000億ドルに近く達することになる。米国の輸入は多くがドルで行われおり、米貿易収支に為替レートの調整メカニズムは効き難い。



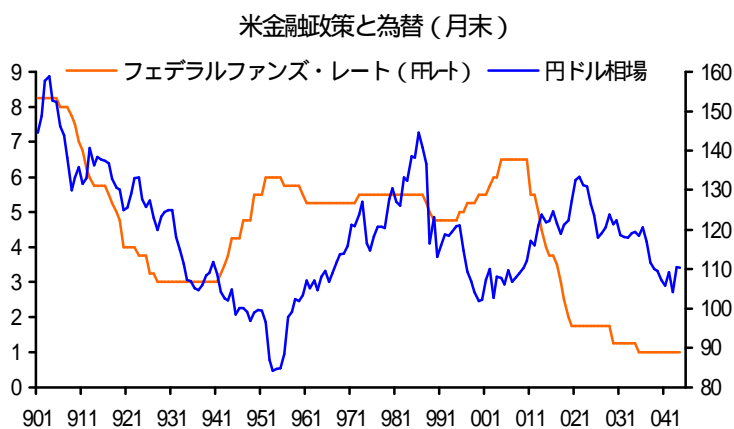
米国経済が拡大を続けているときは、世界からモノを購入し、米国の不足を賄う必要があり、赤字拡大を免れない。5月の米資本財受注は前月比3.0%減と2ヵ月連続のマイナスである。前

年比でも10.5%と伸び悩んでおり、米国景気の拡大ペースは鈍ってきている。資本財受注は米貿易赤字の拡大が徐々に緩やかになることを示唆している。



米貿易赤字は超低金利と相俟って、過去にないようなドル余剰が発生し、ドルの残高は増加しつつある。世界のドル残高の増大は、円を始めユーロなどに対してもドルが減価していく主因と考えられる。米利上げ観測で一時的にドルは上昇したが、毎月1兆円前後の日本の貿易黒字がドル高に向って

いた流れを逆転させた。余剰ドルを他の通貨に配分するにはユーロ、円の買い増しは不可避なのであろう。余剰ドルの増加が円高やユーロ高をもたらすのである。



米国の政策金利（FFレート）と円ドル相場のチャートを見ると、政策金利が引き上げられる過程で、円高ドル安が急速に進んでいることがわかる。政策金利のピークと円高ドル安のピークがほぼ一致している。

なぜか。利上げの過程では、米債券相場は下落

するので米債の売りが増加する。債券利回りのピークは政策金利にやや先行し、米債券相場が底入れした時点で米債の購入が膨らみ、ドル高に切り換わるのである。こうした米政策金利の変更時と円ドル相場の関係から推測すると、今後、円高ドル安に向う可能性が高い。今週、実施される米利上げは、向こう1年以上継続される見通しだ。その間、円高ドル安が続けば、1ドル＝100円の大台を突破することも想定しておいたほうがよさそうである。