

# The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

( 03年 9月 15日週号 )

曾我 純

## 週刊マーケットレター（03年9月15日週号）

2003年9月14日

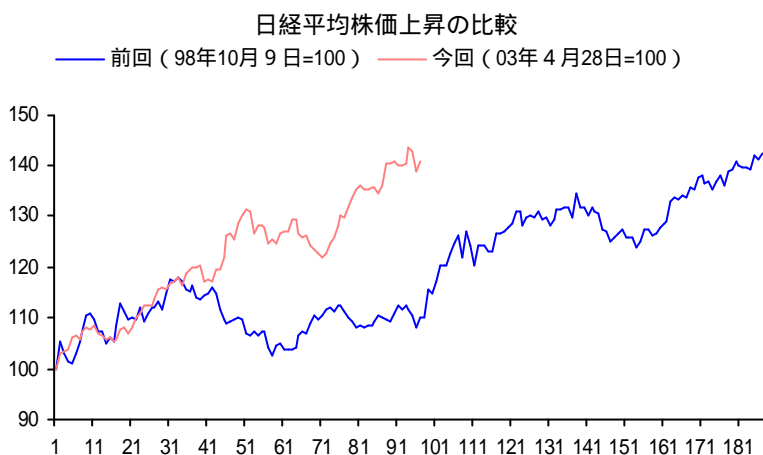
曾我 純

## 主要マーケット指標

|                   |                    |         |         |
|-------------------|--------------------|---------|---------|
| <b>為替レート</b>      | 9月12日（前週）          | 1ヵ月前    | 3ヵ月前    |
| 円ドル               | 117.25(116.95)     | 118.70  | 117.70  |
| ドルユーロ             | 1.1290(1.11000)    | 1.1285  | 1.1770  |
| ドルポンド             | 1.6035(1.5895)     | 1.6035  | 1.6685  |
| スイスフランドル          | 1.3795(1.3835)     | 1.3685  | 1.3105  |
| <b>短期金利（3ヵ月）</b>  |                    |         |         |
| 日本                | 0.05500(0.05288)   | 0.05250 | 0.05788 |
| 米国                | 1.14000(1.14219)   | 1.13000 | 1.11875 |
| ユーロ               | 2.15025(2.15550)   | 2.13169 | 2.12113 |
| スイス               | 0.25167(0.27000)   | 0.25000 | 0.26833 |
| <b>長期金利（10年債）</b> |                    |         |         |
| 日本                | 1.520(1.440)       | 0.895   | 0.435   |
| 米国                | 4.25(4.35)         | 4.42    | 3.16    |
| 英国                | 4.53(4.69)         | 4.43    | 3.93    |
| ドイツ               | 4.14(4.30)         | 4.07    | 3.51    |
| <b>株 式</b>        |                    |         |         |
| 日経平均株価            | 10712.81(10650.77) | 9564.81 | 8918.60 |
| TOPIX             | 1042.64(1026.21)   | 934.59  | 875.71  |
| NY ダウ             | 9471.55(9503.34)   | 9310.06 | 9196.55 |
| S&P               | 1018.63(1021.39)   | 990.35  | 998.51  |
| ナスダック             | 1855.03(1858.24)   | 1687.01 | 1653.62 |
| FTSE100（英）        | 4237.8(4257.2)     | 4185.6  | 4161.3  |
| DAX（独）            | 3508.06(3607.71)   | 3381.71 | 3219.47 |
| <b>商品市況（先物）</b>   |                    |         |         |
| CRB 指数            | 242.19(242.96)     | 237.12  | 235.91  |
| 原油（WTI、ドル/バレル）    | 28.27(28.88)       | 31.92   | 31.51   |
| 金（ドル/トロイオンス）      | 375.8(377.6)       | 358.5   | 353.3   |

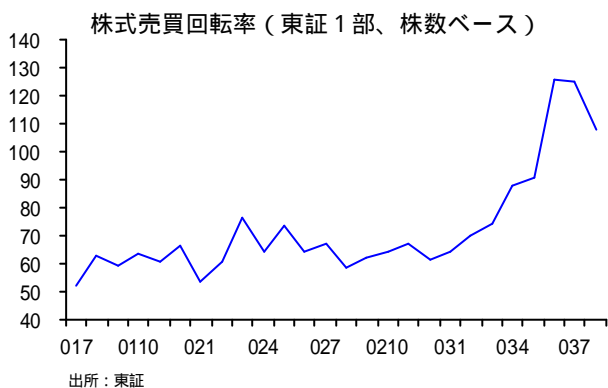
## 株式売買回転率、3ヵ月連続の100%超え

日経平均株価は9日、1,0922円まで上昇し、年初来高値を更新した。4月28日の安値から43.6%の上昇となり、上昇ピッチは非常に速い。98年10月を底に反発したときには、同じ営業日数の上昇率は10%にすぎず、今回の回復力は前回の約4倍だ。外人の買越は8月まで5ヵ月連続となり、累計買越額は6.8兆円に達し、外人買いのパワーによって株価は引き上げられてきた。一方、外人は3月以降の累計で約2.5兆円の債券を売り越しており、株式買い・債券売りの投資運用姿勢が浮き彫りとなった。



個人は8月までの4ヵ月で約9,000億円を売り越した。個人の売り越し額は増加しているが、個人の売買額は飛躍的に増加しており、02年1月を100とした個人の売買合計額の指数は7月、350となり、総売買合計額187の2倍近い伸びとなった。全

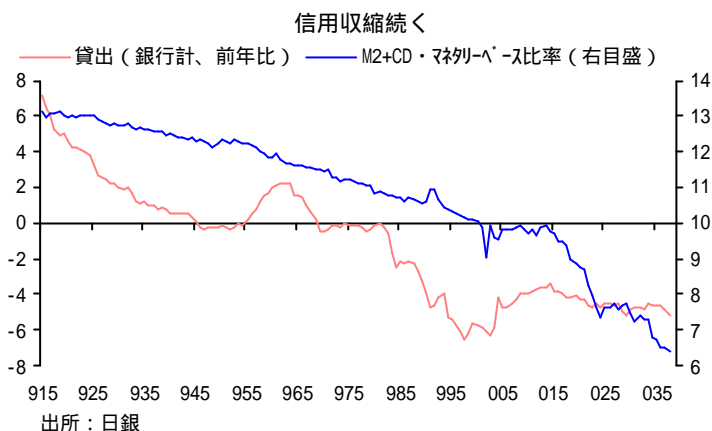
体よりも個人の売買金額が伸びたため、総売買額に占める個人の比率は20% (7月) と1年前に比べて約8ポイント上昇した。因みに、外人の構成比率は約3割であり、前年よりもやや低下している。個人の投資意欲の高まりによって、株式売買回転率 (=売買高割る上場



株式数)の上昇が目立ってきた。昨年までは60%前後の売買回転率を示していたが、今年1月以降、6ヵ月連続で上昇し、6月は125.8%と売買はバブル期並みに頻繁に行われた。8月も100%を越えており、売買回転率からみても今の株式流通市場は異常なほどに活況だといえる。

### 信用収縮に歯止めは掛からず

日銀の量的緩和政策によって、マネタリーベースは今年3月の前年比10.9%を底に回復していたが、8月は20.5%増とここ3ヵ月、伸び率はほぼ横ばいである。20%強増加しているといっても、増加額の8割は日銀当座預金の寄与分であり、日銀券の寄与は2割にすぎない。日銀当座預金には29.2兆円積み上げられているが、8月の銀行貸出は前年比5.2%減と2ヵ月連続でマイナス幅は拡大しており、量的緩和は貸出に結びついていない。マネタリーベースの伸びによって、マネーサプライ (M2+CD) も増加しているが、伸び率は緩慢である。準通貨のマイナス幅は1%以下になってきたが、縮小は依然続いており、規模では現金・預金通貨を30兆円ほど下回っている。郵便貯金の前年割れ等により、8月の広義流動性は+1.1%の低い伸びにとどまった。M2+CDをマネタリーベースで除した信用乗数の低下に



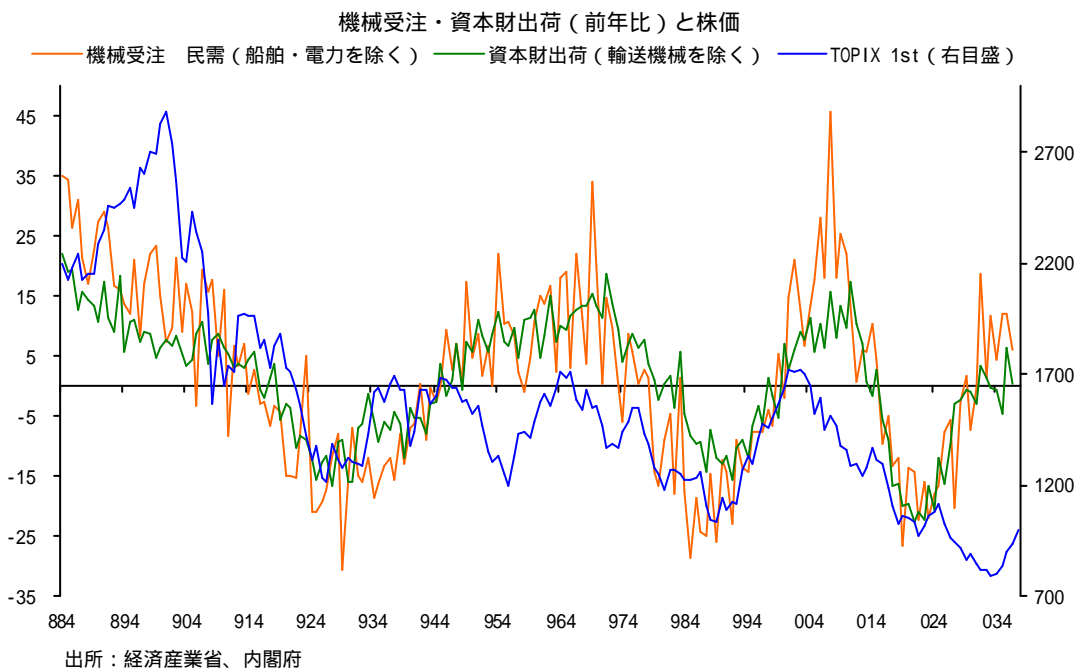
歯止めは掛かっておらず、信用収縮の状態から抜け出していない。

主要行 12 行だけでも 43.7 兆円の不良債権を抱えており、地銀や信金等を加えると、不良債権はこれを大きく上回ることは間違いがない。こうした巨額の不良債権が資金の流れを滞らせ、経済の本

格回復を阻害していると考えられる。株式相場の回復により、悲観論は後退しているが、日本経済の金融構造は依然脆弱なままである。巨額の不良債権を裏返せば、企業の過剰資本ストックに突き当たる。需要が右肩下がりの状態にあることから、資本ストックを適正規模に削減することは容易ではない。

### 機械受注の伸び鈍化

7月の機械受注（船舶・電力を除く）は前月比-3.1%と3ヵ月ぶりのマイナスとなった。製造業は2ヵ月連続のマイナスとなり、製造業の設備投資に力強さは感じられない。製造業の主力である電気機械の受注は5月の前年比60.0%増から7月には+9.0%に急低下したほか、自動車工業は-7.4%と8ヵ月ぶりに前年を下回った。一般機械は17.8%増と今年1月以



降2桁増を持続しているが、伸び率は緩やかに鈍化している。機械受注と関連性が強い資本財出荷指数（輸送機械を除く）も回復力に乏しい。今年1月、資本財出荷指数は20ヵ月ぶりに前年比プラスに転じたが、3月からは3ヵ月連続で前年を下回った。6月は6.5%増に回復したが、7月は+0.4%に低下し、回復の足取りは重い。過剰な資本ストックが足枷となり、設備投資関連の指標は頭打ちの状況である。90年代の機械受注等と株価の関係をみると、指標がピークを付ける前に株価は下げに入っていることをチャートは明らかにしている。株式市場関係者は設備投資関連指標がここからさらに伸びると期待しているのだろうか。