



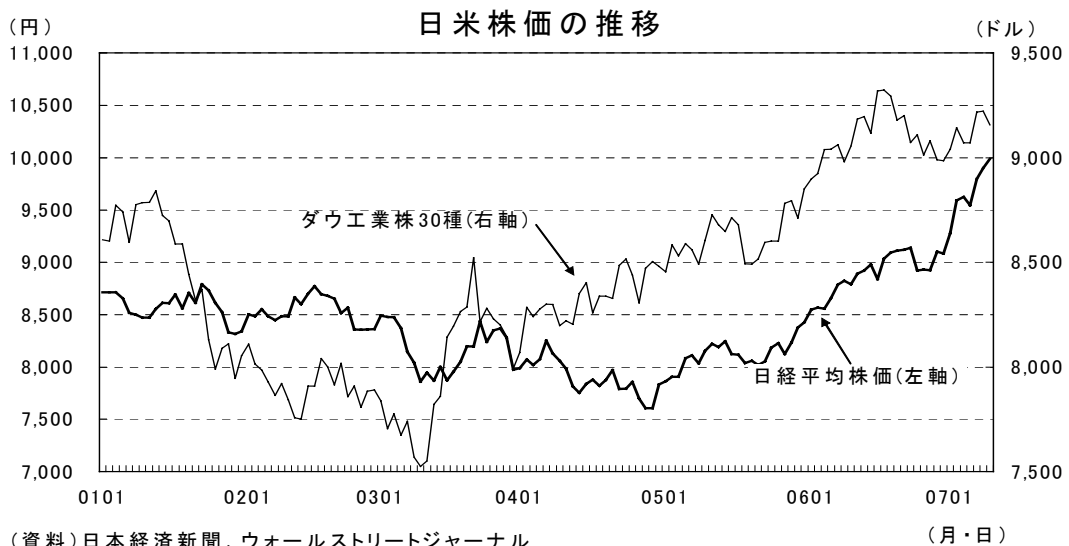
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

株価上昇の持続性～待ち受ける3つの関門

< 株価急上昇：注目されるボーナス消費 >

1. 4月28日に7,607.88円に下落していた株価は、9日には9,990円を回復した。しかしこのまま株価が上昇を続けるためには、米国景気の速やかな回復、円高の回避、ボーナスの手取り減少を消費者マインドの改善が補って消費を支える、という3つの関門をクリアする必要がある。
2. 米国経済は、企業、消費者のマインドは回復しているが、悪化を示す指標もあり、明確に改善しているとは言えない。経常収支赤字拡大からドル安となる懸念も大きい。国内要因では、総報酬制への移行によるボーナス期の消費の落ち込みが懸念される。
3. 6月半ばから長期金利は急上昇した。行き過ぎた金利低下のバブルが小崩壊したもので、日銀は長期金利の低下を狙った金融政策を行うべきではない。



経済調査部門

(03)3597-8419

チーフエコノミスト 樋 浩一(はじ こういち) (03)3597-8471 haji@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 7F : (03)3597-8405

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

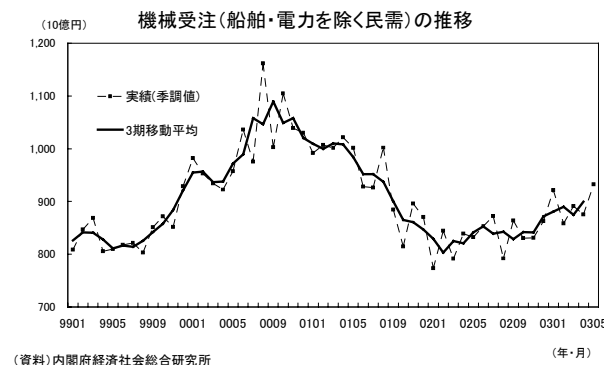
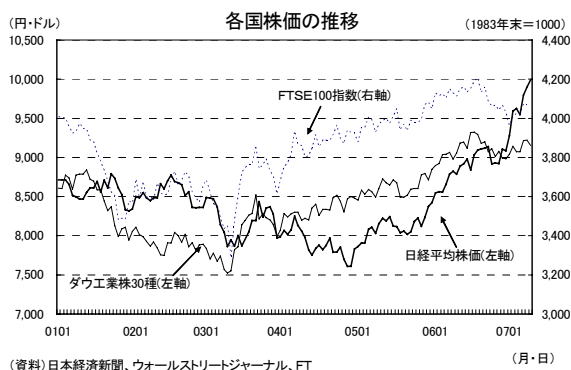
株価上昇の持続に 3つの関門

1. 株価上昇は本物か？

(株価は急回復)

4月末に7600円台ギリギリに低下した株価は、7月8日には一時1万円台を回復し、終値でも9日には9990円となった。昨年後半以来ほぼ横這い状態にある景気が持ち直す兆しを示唆するような指標もあり、景気の先行きに対して強気の見方が増えている。しかし、株価が大幅に上昇する間に景気が急速に改善していることを示すような経済指標が出てきたわけではなく、期待が先行しており、景気の先行きについては慎重に見るべきであると考えます。

株価が急速な上昇を見せた背景には、りそな銀行への公的資金注入に伴って既存株の100%減資が行われないことになったということが、銀行株保有のリスクを大きく低減させたことがある。一方でこの措置に対する批判はあるものの、金融市場への悪影響を回避し得たという点からは、りそな問題はうまく処理されたと評価すべきであると考えます。



国内株価の急上昇のきっかけは、米国経済の先行きに対する楽観的な見方が広がってきたことである。6月の米国FOMCでは、利下げ幅が当初市場が予想していた0.5%の利下げではなく0.25%となり、長期金利が上昇するとともに株価が上昇した。NYダウは7月8日には9223.09ドルとなっている。IT投資の回復期待が高まって、ハイテク銘柄の多いNASDAQは1746.46となった。

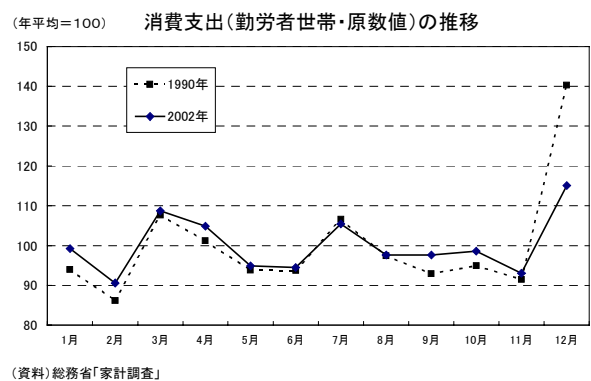
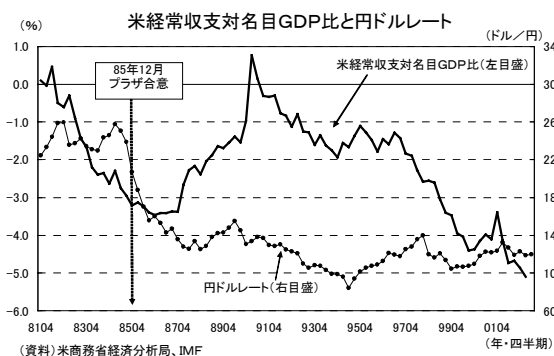
加えて7月1日に発表された日銀短観6月調査は、大企業・製造業を中心に業況判断が事前予想を上回る改善を見せ、株価の上昇を支える要因となった。設備投資については、2002年度の実績が全規模・全産業で7.7%、全規模・製造業では14.2%の大幅な減少となった反動という面もあるものの、大企業・製造業の2003年度の設備投資計画は前年度比11.5%の大幅増加となった。さらに8日に発表された5月の機械受注統計でも、受注額(船舶電力を除く民需)は前月比6.5%の増加となるなど、設備投資が再び持ち直す兆しも見えてきた。

(株高持続を待ち受ける3つの関門)

景気の明るさが持続し株高が続くには、米国経済が期待通りの速度で回復する、円高ドル安が回避できる、夏のボーナス消費が落ち込まないという3つの関門がある。

米国経済は、企業や消費者のマインドには改善が見られるが、6月の失業率が6.4%に上昇したなど悪化を示す指標もあり、実体経済の改善を明確に示す経済指標が発表されているわけではない。第2四半期の企業業績や先行きの景気回復への期待が、株価の上昇要因となっていると見られる。今後は財政政策による景気刺激効果も加わって、米国経済が回復傾向をたどることは間違いないが、期待されているような速度で回復するかどうかは定かではない。(米国経済の現状についての詳細な分析は次週号(7月18日号)をごらんいただきたい。)

加えて、米国の経常収支の赤字が拡大を続けているため、米国景気自体は回復してもドル安となる恐れがある。ドルは対ユーロでは大幅に下落したが、元を含むアジア通貨に対してはほぼ横這いが続いている。このため、米国だけでなく欧州などからも元の切り上げに対する言及が見られるようになった。もちろん、胡錦濤主席による指導体制がスタートしたばかりでSARSの経済への影響も懸念される中国は、元の切り上げを回避しようとするだろう。元が切り上げられれば、デフレに悩む日本経済にとっても朗報だ。しかし4月の米国の貿易収支赤字(センサス・ベース)447.67億ドルのうち、対中国が94.51億ドル(21.1%)、対日本が59.69億ドル(13.3%)、対ユーロ圏61.38億ドル(13.7%)となっており、対日赤字もかなりの規模である。このため元が対ドルで切り上げられれば、同時に円も対ドルで上昇する可能性が高く、日本の輸出に影響が出る恐れがある。



(依然懸念されるボーナス消費)

こうした外部要因に加えて、国内要因としては今後の消費に懸念が残る。今年から、年金保険料と健康保険の保険料の総報酬制が実施されることになり、ボーナスからの社会保険料負担が大きく増加した。これが夏のボーナス期の消費に大きな影響を与える恐れがあることについては、4月11日号のこのレポートで既に指摘した通りだ。例年夏のボーナスによって支出が大きく増加するのは7月であり、消費への影響は最終的にはこの結果を待たねば判断できない。しかし、

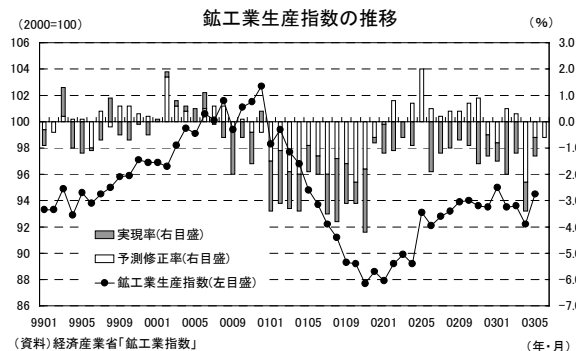
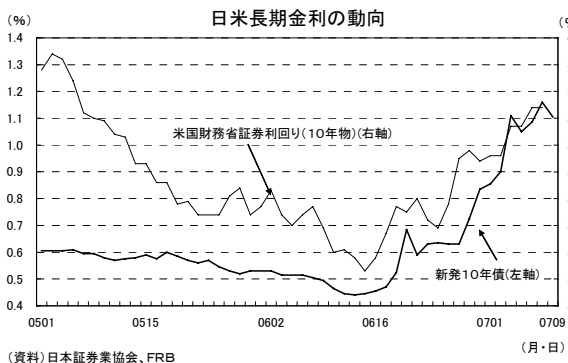
内閣府の消費動向調査（6月調査）が23日に発表され、ボーナス減少の消費者マインドへの影響がわかることや、6月の家計調査（勤労者世帯）の結果が29日に発表されることなどから、ボーナス消費の動向をある程度占うことができるだろう。

内閣府が9日に発表した6月の東京都の月次消費者態度指数は40.6で、前月差は1.2ポイントの低下となり3ヵ月ぶりに低下、前年同月差も2.5ポイントの低下となった。前月比で「耐久消費財の買い時判断」に関する意識指標が上昇したのみで、その他の「物価の上がり方」、「雇用環境」、「暮らし向き」、「収入の増え方」は前月比でも前年同月比でも低下しており、全国調査でも消費者マインドが悪化している恐れがある。

5月の家計調査では、実収入は前年比2.6%の減少となったものの、報酬制への移行によって社会保険料負担が軽減されたことで、可処分所得は0.0%の横這いとなった。平均消費性向が前年の92.0%から90.1%へと低下したことを見ると、家計は毎月の給与からの社会保険料負担が軽くなりボーナスの負担が重くなることを考慮した消費行動をとっているとみることができる。また、今夏のボーナスについては、一部機関の集計では企業業績の改善を背景に増加しているという発表もある。しかし、中小企業まで含めればボーナスは減少を続けている可能性が大きく、株価の上昇はあったものの、ボーナス支給額の減少に社会保険料負担の増加が加わって、消費者心理が悪化し消費が落ち込む可能性もあり、夏のボーナス消費の動向が注目される。

2. 長期金利の急上昇

6月13日に0.43%まで低下した長期国債10年もの利回りは、7月4日には一時1.40%まで急上昇し、債券価格は急落した。直接のきっかけは米国の長期金利の上昇だ。しかし、日銀が量的金融緩和を強化する中で長期国債の買いオペ額を増加させてきたことが長期金利の低位安定期待を増幅し、債券価格のバブル（＝長期金利の低下）を膨張させていたことが背景にある。長期金利が1%台に上昇したことで、国債バブルは小崩壊をしたことになる。鉱工業生産は依然横這い状態にあり、景気が踊り場を過ぎて回復に向かっているというはっきりした証拠はない。ボーナス減のショックや米国景気回復が遅れるなどがあれば、再び量的金融緩和の声が上がるだろう。国の利払い負担圧縮のために長期金利の低下を狙う誘惑が働くが、国債バブルの再膨張を招かないように、日銀は買い入れ資産の多様化などで長期金利の異常な低下の回避を図るべきである。



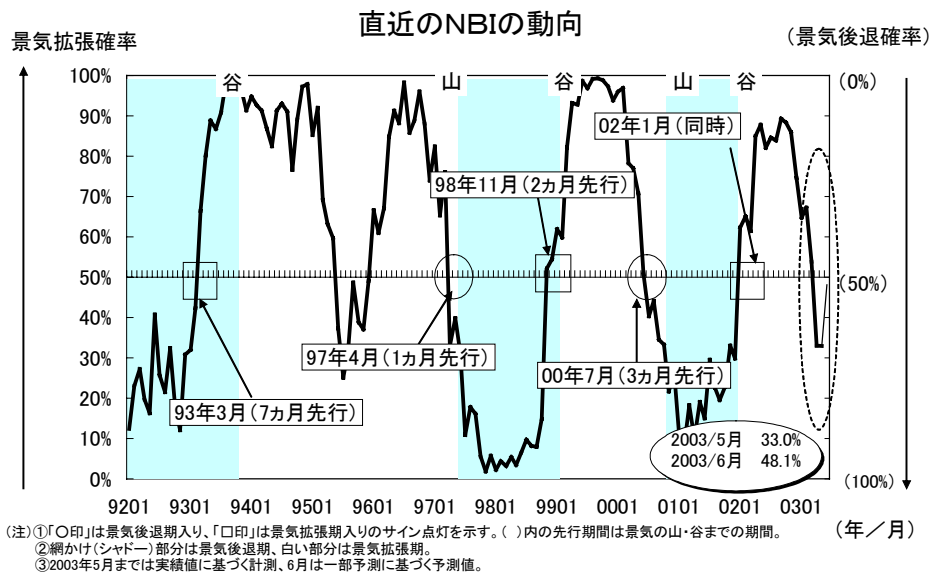
< ニッセイ景気動向判断指数 (N B I) >

研究員 篠原 哲

5月：33.0%、6月（予測値）：48.1%

5月のNBIは33.0%（景気後退確率：67.0%）と前月（4月実績33.0%（景気後退確率：67.0%）：改定値）から横ばいで推移し、2ヶ月続けて景気の転換点を示す50%ラインを下回る結果となった。

5月のNBI構成指標は、最終需要財在庫率と鉱工業生産財在庫率が改善したことに加え、しばらく低調な動きを続けていたM2+C D（前年同月比）も回復に転じ、8指標中4指標が前月より改善した。しかし一方で、東証株価指数（前年同月比）と長短金利差は引き続き低迷し、耐久消費財出荷指数（前年同月比）も悪化に転じるなど、構成指標の動きは強弱が入り混ったものとなった。



6月のNBI（予測値）は48.1%（景気後退確率：51.9%）となり、5月より改善はするものの、引き続き景気の転換点を示す50%ラインを下回る局面での推移が予想される。構成指標に目を向けてみると、6月は新車販売台数が前月比9.9%と再び減少に転じるが、長らく低迷を続けていた東証株価指数（前年同月比）と長短金利差に改善の動きが見られ、これらがNBIにプラスに寄与するものと考えられる。

< 基礎研インデックス - ヒストリカル・データ >

NBIと景気動向指数の動向

	2003年						→ 予測値
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
ニッセイ景気動向判断指数(NBI) 景気拡張確率 (景気後退確率)	64.7% (35.3%)	67.2% (32.8%)	53.8% (46.2%)	33.0% (67.0%)	33.0% (67.0%)	48.1% (51.9%)	
内閣府景気動向指数 先行DI	58.3%	58.3%	25.0%	30.0%	44.4%		
一致DI	100.0%	72.7%	90.9%	15.0%	61.1%		-

(注)「ニッセイ景気動向判断指数(NBI)」とは、景気転換点・局面を確率的に判断する指数。景気拡張確率が50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」(網掛け)、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定を行なった。

基礎研インデックス

	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
02/7	84.7%	535,498	▲0.2%	-19.9%
02/8	83.9%	539,122	0.7%	-9.1%
02/9	89.2%	546,298	1.3%	-13.2%
02/10	88.3%	544,842	▲0.3%	-8.2%
02/11	85.9%	545,266	0.1%	13.6%
02/12	74.6%	536,969	▲1.5%	29.0%
03/1	64.7%	540,790	0.7%	36.0%
03/2	67.2%	545,034	0.8%	17.9%
03/3	53.8%	543,625	▲0.3%	13.0%
03/4	33.0%	541,276	▲0.4%	2.0%
03/5	33.0%	544,771	0.6%	4.8%
03/6	48.1%			-5.5%
03/7				-21.1%

(注1)ニッセイ為替インデックスは、為替局面の再判定にともない遡及改定(2001年10月)
(注2)NBIは、構成指標の見直し等にともない遡及改定(2003年5月)

(注) 基礎研インデックスの見方

ニッセイ景気動向判断指数(NBI) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値が50%を上回れば「景気回復局面」、景気拡張確率 下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。2003年5月に遡及改定

月次GDP : GDPを月次化したもの。2002年8月に内閣府がGDP速報の推計方法を変更したことに伴い、これまでの二面等価月次GDPを改定。直近レポートは Weekly「エコノミスト・レター」2003年6月27日号参照

為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(お願い)本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)