

週刊マーケットレター（07年3月26日週号）

2007年3月25日

曾我 純

主要マーケット指標

為替レート	3月23日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	118.10(116.70)	121.05	118.85
ドルユーロ	1.3285(1.3315)	1.3165	1.3125
ドルポンド	1.9615(1.9415)	1.9635	1.9595
スイスフランドル	1.2185(1.2085)	1.2335	1.2185
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.71563(0.72000)	0.66313	0.54375
米国	5.34788(5.35000)	5.36000	5.36250
ユーロ	3.90675(3.89825)	3.84513	3.71575
スイス	2.28750(2.27000)	2.22250	2.07000
長期金利（10年債）			
日本	1.610(1.580)	1.670	1.590
米国	4.61(4.54)	4.67	4.62
英国	4.86(4.76)	4.89	4.73
ドイツ	4.00(3.90)	4.04	3.88
株 式			
日経平均株価	17480.61(16744.15)	18188.42	17104.96
TOPIX	1741.94(1677.06)	1814.96	1672.10
NY ダウ	12481.01(12110.41)	12647.48	12343.22
S&P500	1436.11(1386.95)	1451.19	1410.76
ナスダック	2448.93(2372.66)	2515.10	2401.18
FTSE100（英）	6339.4(6130.6)	6401.5	6190.0
DAX（独）	6899.06(6579.87)	6992.58	6503.13
商品市況（先物）			
CRB 指数	310.94(304.44)	314.63	308.86
原油（WTI、ドル/バレル）	62.28(57.11)	61.14	62.41
金（ドル/トロイオンス）	656.7(652.6)	683.1	619.1

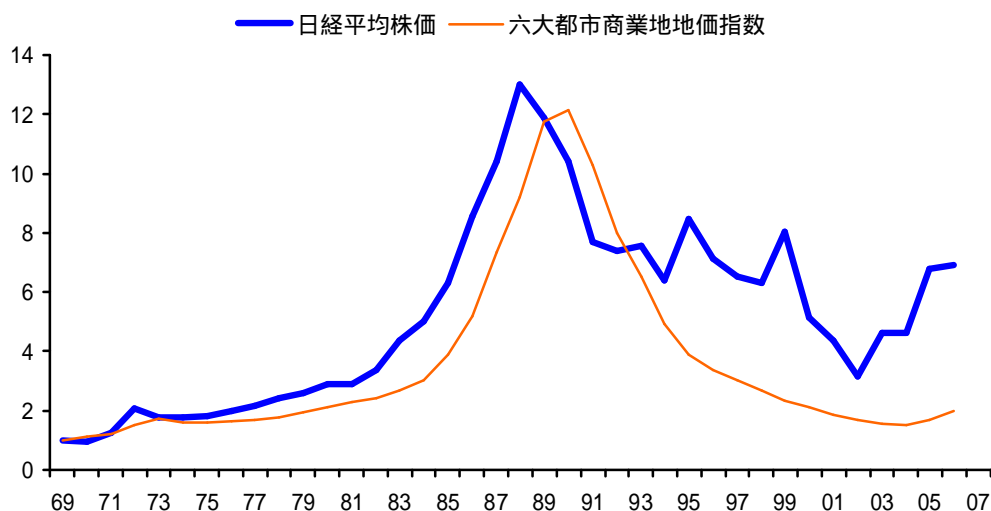
株式に比べて土地は割安

NYダウの5営業日連続高や地価の16年ぶりの上昇により、日経平均株価は大幅に戻した。株価は反発したが、債券利回りは一時1.545%まで低下するなど、債券市場の景気見通しは、株式市場とは異なるようだ。また、株高や米利下げ期待などから、円ドル相場は円高に振れてもおかしくないが、逆に、円安ドル高に動いた。

公示地価によると、今年1月1日時点の全国全用途平均は前年比0.4%と1991年以来16年ぶりに前年を上回った。上昇率が高かった東京圏など都市部も全用途平均は16年ぶりだ

が、三大都市圏の商業地は昨年すでにプラスに転じており、2年連続の上昇になる。一方、地方平均は住宅地、商業地ともにマイナスから抜け出せず、都市と地方の地価の格差は拡大しつつある。地価が下落し続けていることは、土地の需要が少なく、経済活動も滞っていることの反映だ。人口の深刻な減少に見舞われている地方は、経済の衰退によってますます都市部への人口の流出が起こり、そのことが地価の下落、地域経済の不振をさらに強めるといった悪循環に陥っている。

株価と地価（1970年3月=1）



注：日本不動産研究所「市街地価格指数」

日本不動産研究所の『市街地価格指数』によると、六大都市商業地価格指数は04年9月を底に上昇している。06年9月の指数は前年比17.3%と90年9月以来の2桁増となった。公示地価の上昇などから、07年3月はさらに高い伸びになるだろう。六大都市商業地は約2年半上昇しているが、地価指数の水準はバブル以前では1979年頃と同じであり、経済や他の資産に比べて、地価の回復力は弱い。たとえば、1970年3月を1とすると、2006年9月は1.99倍となり、日経平均株価の6.93倍（3月23日の17480円で計算）を大きく下回っている。

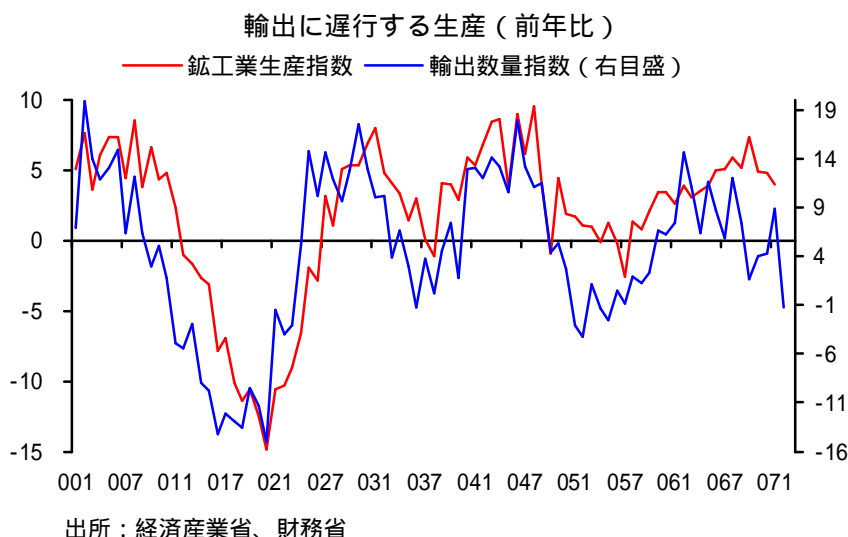
名目GDPは69年度から05年度までに7.74倍に拡大しているほか、全産業の売上高（法人企業統計）は8.19倍、当期純利益は6.79倍といった具合に、経済規模や企業業績に比べると、地価の伸びは著しく劣っており、回復力は弱いのである。土地本位制といわれていたように、日本経済の信用機能を司っていただけに、地価の暴落は株式などとは比べ物にならないくらい日本経済に与えたインパクトが大きかった。家計も企業も地価暴落の痛手から立ち直ることに長期の時間が必要であったことが、地価の回復を遅らせたともいえる。日本全体が不動産関係の債務を清算することに汲々としている間に、外資が都心の優良不動産を底値で買い漁っていたのである。

地価の暴落によって、日本の土地価額は 90 年末の 2,454 兆円（国民経済計算）から 04 年末には 1,245 兆円へと半減した。90 年のピークでは土地価額を名目 GDP で除した比率は 4.6 倍だったが、04 年は 1.5 倍に低下し、06 年では 1.4 倍になったと予想している。過去に遡ってみても 80 年に 2 倍を下回っただけで、1.4 倍はきわめて低い。

長期金利が 1.6%程度でありながら、地価の回復が株式などに比べて緩やかな上昇にとどまっているのは、土地が生み出す収益が低いと想定しているからだ。都心の一等地の値上がりは収益では説明ができない投機的な上昇だが、全体的にとらえれば、土地から上がる利益は薄いと判断しているのだろう。土地からの収益が変わらずに、長期金利が 1.6%から 2.0%に上昇することになれば、地価は理論的には 20%下落することになる。地価は過去にない低い長期金利に支えられているのである。

企業業績を脅かす輸出の減少

法人企業景気予測調査（2月25日調査）によると、大企業製造業の業況判断 BSI（「上昇」 - 「下降」）は 07 年 1 - 3 月期、0.1%と前期の 7.1%から低下した。非製造業が上昇したため、全産業ではほぼ横ばいである。大企業の売上は上期の前年比 7.4%から下期 4.0%、経常利益は上期 18.5%から下期 2.0%に減速する計画である。大企業の設備投資（ソフトウェア含む、土地除く）は上期 8.0%から下期 13.1%に拡大はするが、増益率の低下からか、前期の計画から製造業は 5.8 ポイントも下方修正するなど、全産業でも 3.1 ポイント前回調査を下回った。



大企業製造業の業績に関連が強い輸出（数量ベース）が 2 月、前年比 1.3%減と 05 年 7 月以来 19 ヶ月ぶりにマイナスとなった。EU 向けが 3 ヶ月連続の前年割れとなり、

対アジアも 2.3%へと減速した。対米はプラスだが、1.7%と今年に入り、伸び率は急激に落ち込んでおり、こうした輸出の退潮が企業マインドを悪化させているのだろう。

米国の消費や設備投資の減速から、対米輸出（金額）で伸びているのは自動車ぐらいで、そのほかは軒並みマイナスだ。一般機械は 0.4%増だが、住宅関係の不振などによって、建

設用・鉱山用機械、映像機器、同部品などが大幅に減少している。

先週、FRB は景気に慎重な見方を示し、政策金利を据え置いたが、住宅不況の脱却は容易でなく、利下げを免れないだろう。米国景気が減速していることは、取りも直さず日本も同じ経路を辿っていることなのである。