

週刊マーケットレター（05年3月28日週号）

2005年3月27日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

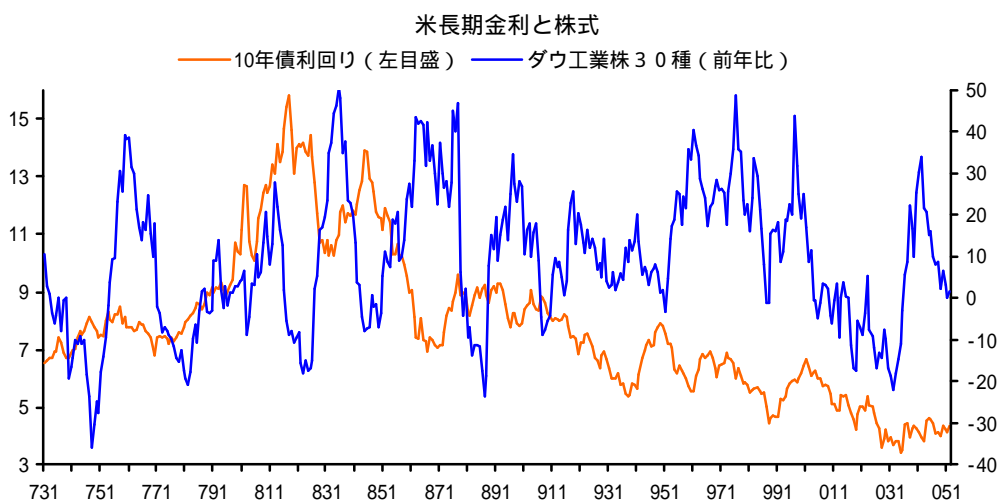
主要マーケット指標

為替レート	3月25日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	106.40(104.75)	105.25	103.70
ドルユーロ	1.2960(1.3325)	1.3245	1.3505
ドルポンド	1.8695(1.9200)	1.9185	1.9240
スイスフランドル	1.2000(1.1645)	1.1630	1.1435
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05438(0.05500)	0.05188	0.05188
米国	3.09000(3.05000)	2.91000	2.54875
ユーロ	2.14444(2.13344)	2.13481	2.17725
スイス	0.75667(0.75000)	0.75250	0.74167
長期金利（10年債）			
日本	1.365(1.420)	1.425	1.350
米国	4.59(4.50)	4.26	4.21
英国	4.80(4.82)	4.76	4.44
ドイツ	3.71(3.69)	3.70	3.59
株 式			
日経平均株価	11761.10(11879.81)	11658.25	11365.48
TOPIX	1193.77(1203.26)	1167.33	1134.59
NY ダウ	10442.87(10629.67)	10841.60	10827.12
S&P500	1171.42(1189.65)	1211.37	1210.13
ナスダック	1991.06(2007.79)	2065.40	2160.62
FTSE100（英）	4922.5(4923.3)	5006.8	4787.7
DAX（独）	4343.60(4327.18)	4348.64	4251.62
商品市況（先物）			
CRB 指数	306.88(319.20)	300.23	285.21
原油（WTI、ドル/バレル）	54.84(56.72)	51.49	44.18
金（ドル/トロイオンス）	424.7(439.3)	434.9	441.9

米債券利回り上昇トレンドへ

米連邦準備理事会は22日の連邦公開市場委員会でフェデラルファンズ・レート（FFレート）を0.25%引き上げ、年2.75%とした。これで昨年6月以降、7回連続の小幅引き上げとなり、01年9月以来の高い水準に上昇した。原油価格が高値圏で推移していることにより、物価水準もじわじわ上昇しつつあり、米連邦準備理事会は引き続き政策金利を引き上げる方針である。連邦公開市場委員会の声明文でも「ここ数ヵ月で物価の上昇圧力が強まり、

企業が生産コストの増加を製品価格に転嫁する動きが広がってきた」と指摘し、場合によ

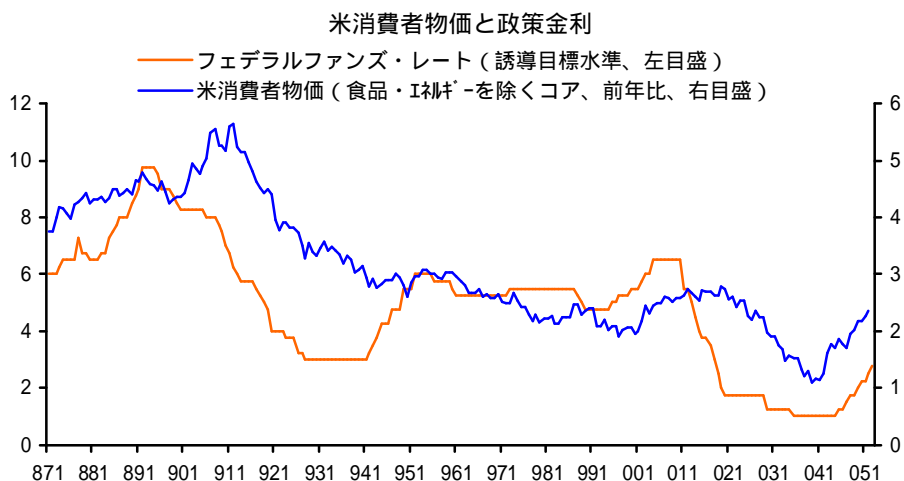


っては大幅な利上げも辞さない姿勢を滲ませている。

こうした連邦準備理事会のインフレ警戒姿勢を感じ取った債券市場は売りが優勢になり、10年債利回りは先週末、4.59%と昨年6月以来の高いレベルに上昇した。債券利回りの上昇は株式市場に波及し、週末ベースのNYダウは3週連続安となり、ナスダック総合指数は昨年10月以来の2000割れとなった。株価収益率の比較では日本株の割高が目立つだけに、米金利上昇の日本株への影響は避けがたく、相場は頭打ちの様相を濃くしている。為替相場は米政策金利のさらなる上昇期待から、ドルが買われ対円では昨年11月初旬以来の円安ドル高となり、EU首脳会議で財政協定の緩和が決まったことによってユーロは1.3ドルを下回った。

米政策金利は引き続き引き上げられ、年末には4%を超えることになろう。政策金利の上昇によって、経済成長率を下回っている債券利回りも一段の上昇が予想される。昨年10-12月期の米経済成長率（名目）は前年比6.4%増加しており、債券利回りよりも2.2ポイント高い。これほど債券利回りがGDP成長率を下回ったのは第2次オイルショック以前まで遡らなければならない。

第2次オイルショック後の81年、債券利回りが15%超のピークをつけるまでは、長期的に債券利回りがGDP成長率を下回っている期間が多く見られた。81年以降は逆に、GDP成



長率が債券利回りを下回る状態がみられたが、97年には両者はほぼ同じ水準に近づいた。IT不況から立ち直ってきた02年後半、経済成長率は回復してきたが、債券利回りの上昇は緩慢であり、経済成長率が債券利回りよりも高くなった。消費者物価（エネルギー・食品を除く）の伸びが1%近くまで低下し、インフレ期待が著しく弱まったことに、超低金利政策が加わったことが、債券利回りを経済成長率以下に押し下げた要因に挙げることができる。だが、消費者物価が上昇し、超低金利政策が解除されたからには、債券利回りは経済成長率に近づく動きを強めるのではないか。81年以降約22年続いた債券利回りの低下トレンドは03年央に底打ちし上昇トレンドに移行したと考えられる。米債券利回りの下降から上昇トレンドの変化は、低金利で恩恵を受けていた住宅・耐久財の販売や銀行・証券業の業績等に反作用を及ぼすであろう。高値を維持している株式相場も腰砕けになるかもしれない。ドル相場の上昇によって金相場等の商品市況は反落に向うだろう。

足下の实体经济、輸出不振で景況感悪化

2月の百貨店やスーパーの売上高は前年がうるう年であったこともあり、前年を7.0%、7.1%それぞれ下回った。3月の東京都区部消費者物価指数（生鮮食品を除く）は3ヵ月連続の前年比0.5%減とデフレ経済が改善する兆しはみえない。都心の地価はわずかな上昇に転じたが、地方圏は前年比-6.0%と前年よりもマイナス幅は0.5ポイント縮小しただけである。全国全用途平均は5.0%減少し、マイナス幅は1.2ポイント縮小した。03年末の日本の土地価額は1,298兆円であるから、昨年1年間で65兆円減価したことになる、依然ストックデフレが進行していることを物語っている。

日本経済を支えていた輸出が2月も数量ベースでは前年比4.2%減少し、2ヵ月連続のマイナスとなった。対米輸出は2ヵ月ぶりにプラスになったが、EUとアジアが6.7%、3.6%それぞれ減少した。数量ベースの輸出減は続き、輸出減に遅行する鋳工業生産も悪化するであろう。

内閣府の『法人企業景況予測調査』（2月25日調査）によると、大企業の「貴社の景況判断BSI」（「上昇」-「下降」、%）は0.6%と昨年10-12月期の前回調査を1.5ポイント下回った。製造業は-7.6%、前期比6.3ポイント悪化したが、非製造業は5.5%、1.4ポイント上昇した。中堅企業や中小企業は全産業で-9.7%、-24.3%と大幅に悪化、大企業との景況格差が拡大してきた。4-6月期の大企業全産業の「貴社の景況判断BSI」は3.6%にやや回復する見通しだが、貿易統計などの足元の経済指標などから判断すれば、さらに悪化する可能性が高い。