

## 週刊マーケットレター（06年1月9日週号）

2006年1月8日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

### 主要マーケット指標

<b>為替レート</b>	1月6日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	114.45(117.75)	120.85	113.30
ドルユーロ	1.2150(1.1845)	1.1780	1.2180
ドルポンド	1.7705(1.7225)	1.7420	1.7795
スイスフランドル	1.2695(1.3135)	1.3055	1.2695
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.06688(0.06625)	0.06500	0.06438
米国	4.55000(4.53625)	4.45688	4.11000
ユーロ	2.49013(2.48663)	2.45288	2.18038
スイス	1.02833(1.01000)	1.05167	0.80833
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.440(1.470)	1.560	1.485
米国	4.37(4.39)	4.48	4.39
英国	4.07(4.09)	4.24	4.26
ドイツ	3.25(3.30)	3.37	3.19
<b>株 式</b>			
日経平均株価	16428.21(16111.43)	15423.38	13359.51
TOPIX	1684.90(1649.76)	1591.34	1371.37
NY ダウ	10959.31(10717.50)	10856.86	10287.10
S&P500	1285.45(1248.29)	1263.70	1191.49
ナスダック	2305.62(2205.32)	2260.76	2084.08
FTSE100（英）	5731.8(5618.8)	5538.8	5372.4
DAX（独）	5536.32(5408.26)	5300.85	5017.27
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	339.47(331.83)	324.29	323.93
原油（WTI、ドル/バレル）	64.21(61.04)	59.94	61.36
金（ドル/トロイオンス）	539.7(517.1)	510.2	471.9

### 5割近い株式の値上がりは続かない

昨年からの強基調を引き継ぎ、年明け以降も3営業日連続高となり、日経平均株価は昨年来高値を更新した。株高にもかかわらず、長期金利は低下気味であり、為替相場は大幅な円高ドル安となった。原油や金の再燃から CRB 指数は過去最高を記録し、今年も一次産品価格の動向が経済や市場を支配する気配が窺える。

世界の主要株価指数なかでも日本株の上昇がトップクラスだが、実体経済面からそれを裏付けることができるだろうか。日経平均株価の PER は 24 倍を超え世界的に割高になって

いるが、この割高を正当化できるほど期待経済成長率が高くなったのだろうか。国勢調査により人口減に突入したことがはっきりしたが、これが長期期待経済成長率にどのように影響するのだろうか等々を考えることなく、市場は見切り発車してしまったようである。

いまの株式市場には長期的視点などの欠けらもない。超短期売買に嵌り、一時的な利ざや稼ぎに熱中しているのである。デフレ脱却等の市場が好感するような言葉に飾られた評論、解説を鵜呑みにした市場参加者が、怖いもの知らずで株式を買っているのだ。

6日時点の前年比上昇率は日経平均株価 43.0%、TOPIX46.8%と5割近い値上がりとなり、株価のピークは近づいている。80年代を除けば、このような高い上昇率があらわれるのは瞬間的であり、持続することはなかったからだ。一点の曇りもない相場でも、突然暗雲が垂れ込み、稲妻が閃光を発すると、人が家屋に逃げ込むのと同じように、市場に不安心理が芽生えると、瞬く間に買い手は見当たらなくなり、売り一色に包まれるのである。今は流動性が高いから心配する人は少ないけれども、現時点で流動性が高いからといって、下げ相場でも流動性が高く、うまく売り抜けられると考えるのは間違いだ。PERが10倍台に低下するまで、忍耐強く待つことが、投資家のとり得る道だと思う。昨年8月以降、企業業績や体質が様変わりしたわけではないことをわすれてはいけない。

### 輸出拡大で生産伸びる

昨年11月の鉱工業生産指数は前月比+1.4%と4ヵ月連続の増加となった。前年比では3.3%と7月を底に回復しつつある。鉱工業生産が戻しつつあるのは、輸出が増勢を取り戻してきたからだ。11月の輸出数量指数は前年比6.6%と夏頃までの低迷から抜け出し、04年9月以来の高い伸びとなった。米国向け輸出が回復したことから、アジア向けも11月は4.0%と3ヵ月ぶりのプラスとなった。電機機器、一般機械、輸送用機器の輸出がいずれも好調であり、こうした輸出拡大が鉱工業生産を牽引していると考えられる。

原油や銅価格等の高騰により、掘削機械、建設機械の輸出も伸びている。米製造業新規受注統計によると、建設関連、オイル・ガス関連機器、コンピューターの受注は11月、前年を2割以上上回っており、原油等の資源高が米設備投資を支え、その余波が日本にも及んでいるようだ。

鉱工業生産は底堅く推移しているが、内需の様子はそれとは違う動きをしている。11月の小売販売額は前年比0.1%とそろそろプラスだが、燃料の売上増によってプラスになっているだけで、燃料関連を除けば低迷している。勤労者世帯の消費支出は前年比-0.1%と4月以降、プラス月は10月のみと不振。可処分所得が11月まで5ヵ月連続の前年割れでは、消費低迷はしかたあるまい。11月の毎月勤労統計によれば、現金給与総額は前年比-0.8%と3ヵ月ぶりのマイナスになり、企業業績の改善とは裏腹に、従業員への支払いは渋い。このような懐具合によって、12月の新車販売台数は前年比9.7%減と2桁に近い落ち込みとなり、株価が急騰を演じているのとは反対に月を追うごとにマイナス幅は大きくなっている。日本経済は外需頼みの様相を強め、自律的回復から遠ざかっているように思う。企業

は内部留保を厚くするだけでなく、従業員の給与を引き上げなければ、消費の拡大は図れないことを思い出すべきである。

### **实体经济に比べて異常に膨れたマネーが大相場を演出**

12月のマネタリーベースは前年比1.0%と2ヵ月連続の低下となり、01年1月以来の低い伸びとなった。日銀券発行高が05年4 - 6月期の4.0%から12月は1.9%に鈍化したことに、量的緩和策が出尽くし日銀当座預金の伸び率低下が加わったからである。

05年のマネタリーベースは110.8兆円(平残)と前年比2.0%増に伸びは低下した。だが、5年前の2000年に比較すると1.7倍になっており、实体经济の推移に比べると、マネタリーベースの突出ぶりがあきらかだ。05年の实体经济をあらわす名目GDPは約500兆円であるから、マネタリーベースは名目GDPの22%の規模を有す。ところが、2000年の同比率は12.6%にすぎず、約10ポイント低い。实体经济に占めるマネタリーベースが多いことは経常取引や予備的取引ではなく、投機的分野に金が回っていることをあらわしている。

信用乗数は低下しているが、それでも05年のマネーサプライは700兆円を超えており、名目GDPの1.4倍の規模である。バブルのピークである89年は1.06倍であるから、今のマネーの規模がいかに实体经济と釣り合いがとれていないかがわかる。こうした異常に膨らんだマネーが株式市場をはじめとする投機市場に流入しているからこそ、相場が盛り上がっているのではないだろうか。