

週刊マーケットレター（06年3月6日週号）

2006年3月5日

曾我 純

主要マーケット指標

為替レート	3月3日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	116.40(116.90)	118.95	120.65
ドルユーロ	1.2045(1.1880)	1.2030	1.1720
ドルポンド	1.7545(1.7450)	1.7625	1.7345
スイスフランドル	1.2975(1.3180)	1.2950	1.3170
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.09375(0.08250)	0.06813	0.06375
米国	4.85000(4.81000)	4.71000	4.44688
ユーロ	2.68750(2.64363)	2.56938	2.45213
スイス	1.18000(1.13167)	1.05000	1.04333
長期金利（10年債）			
日本	1.620(1.595)	1.580	1.505
米国	4.68(4.57)	4.52	4.51
英国	4.25(4.16)	4.18	4.22
ドイツ	3.58(3.49)	3.48	3.38
株 式			
日経平均株価	15663.34(16101.91)	16659.64	15421.60
TOPIX	1612.96(1647.74)	1707.96	1583.72
NY ダウ	11021.59(11061.85)	10793.62	10877.51
S&P500	1287.23(1289.43)	1264.03	1265.08
ナスダック	2302.60(2287.04)	2262.58	2273.37
FTSE100（英）	5858.7(5860.5)	5759.3	5528.1
DAX（独）	5721.46(5870.79)	5657.12	5307.99
商品市況（先物）			
CRB 指数	331.34(328.90)	345.90	323.38
原油（WTI、ドル/バレル）	63.67(62.91)	65.37	59.32
金（ドル/トロイオンス）	566.0(558.8)	567.4	503.3

量的緩和という曖昧な中身

日銀の量的緩和解除観測が株式・債券市場に影響を及ぼしていると言われている。株価と債券相場は下落し、為替はやや円高ドル安に振れた。量的緩和解除が实体经济に悪影響するのであれば、株価は下落するが、債券は上昇し、円は売られるだろう。量的緩和が解除された後には、金利の引き上げが控えており、そのことが相場に影響しているのだろうか。日銀のことだから、ゼロ金利をすぐに1%に引き上げるようなことはせず、0.1%程度の微調整がやっとだと思う。それでも不安なのは、实体经济に自信が持てないからである。

すこしでも金利が上がることになれば、長期的に拡大している景気の腰を折ることになりかねず、デフレに舞い戻ってしまうと考えているのだろうか。

日銀の量的緩和は金融機関の救済策にすぎない。量的緩和という言い方は人を煙に巻く曖昧な表現である。銀行は預金者から預金を受け入れ、それを貸出等にまわし利益を得るが、預金の一部を日銀に無利子で預けることが法律で義務付けられている。この無利子で日銀に預ける預金を準備預金といい、昨年12月の法律で決められた準備額（平均残高）は4.66兆円である。昨年12月には、法定準備額を上回る準備預金が20.4兆円（a）、さらに準備預金以外の日銀当座預金が8.1兆円（b）あり、a+bが多ければ多いほど量的に緩和されていると言われている。これらを合計すると33.2兆円になり、日銀の当座預金目標である30～35兆円に収まっている。

なぜ銀行は預金をこれほど日銀に預けるのだろうか。民間に貸し出せば利息を得ることができるが、日銀に預ければ無利子である。金融不安が高まり、流動性の確保が必要ならば、銀行は現金のまま金庫に寝かせておけばいい。激しいデフレで預金は銀行に流入する一方、貸出は減少する事態に陥り、銀行は預金を持て余すことになった。負債である預金の多くは貸出と有価証券の購入に向けられるが、貸出が返済され資金運用に窮することになれば有価証券、なかでも国債で運用せざるを得なくなる。量的緩和以前の00年末の国内銀行（銀行勘定）が保有していた国債は68.5兆円だったが、05年末には96.5兆円に増大した。

銀行はこれだけ大量の国債を購入すれば、かつての株式で辛苦をなめたように、今度は国債の価格下落による損失のリスクを負うことになる。日銀に預けなければ、銀行はさらに30兆円弱の資金を国債に振り向けていたはずだ。日銀は当座預金を増やすことにより、本来、銀行が被る国債保有リスクを引き受けたのである。日銀の国債保有残高は昨年末、98.9兆円と00年末比42.7兆円増加した。日銀の総資産は2月末、152.3兆円となり、実体経済の規模が日本の2.9倍である米FRBの総資産よりも約1.5倍も大きくなった。

30兆円超の日銀当座預金を法定準備額に落とすことは、25兆円程度の資金が日銀の当座預金勘定から消えることになる。日銀の負債は減少し、銀行は日銀当座預金から引き出した資金をいずれかの資産で運用しなければならなくなる。貸出に向けることができなければ、国債を買う以外に運用先はみつからないだろう。日本経済の長期成長率は低下基調にあることから、長期金利は1%台で推移するはずであり、国債のリスクは高くない。これからは銀行が国の税収不足分の多くをファイナンスすることになるだろう。

銀行が国債を持つのが、銀行救済機関である日銀が国債を持つのが、銀行部門で保有することに変わりはない。問題が起こっても、なにも生産していない日銀や銀行は、なにも困ることはないのである。政府と同じで国民に負担を押し付けたり、厳しい生活に追い込むことによってのみ問題は解決できるのだから。

消費弱く物価低下不安払拭できず

1月の鉱工業生産は前月比 0.3%と6ヵ月連続で上昇したが、マイナスの業種も一般機械や輸送など6業種に広がり、生産が伸びる余地は乏しくなっている。輸出が伸びているわりには、生産に勢いがみられない。輸出の影響がそれほどでもないことは、国内の需要が予想を下回っているからであろうか。昨年10-12月期の生産は前期比2.6%と3四半期振りのプラスになったが、交易条件の悪化などにより、企業収益の伸びは期待したほどではなかった。企業も予想と現実とにギャップを感じはじめたようにも思う。設備投資に関連深い資本財出荷（輸送機械を除く）は前年比-1.1%と4ヵ月振りのマイナスとなり、傾向はあきらかに下を向いている。鉱工業生産に影響力の大きい電子部品・デバイス工業も6ヵ月連続の前月比増だが、前年比の伸び率は20%を越えたため、頭打ちになりつつある。生産を牽引する部門が見当たらないことが先行きを不安にさせる。

商業販売統計によると、1月の小売業は前年比 0.2%と3ヵ月振りに前年を下回った。プラスは燃料小売業だけで後は総じて不振であった。勤労者世帯の消費支出も1月、前年比4.2%と大幅なマイナスとなり、政府が上方修正するほど景気は良くない。世帯の実収入が-3.4%と9ヵ月連続の前年割れでは、消費が回復することは期待できない。

1月の消費者物価（生鮮食品を除く）が前年比 0.5%上昇したからといって、そのことを金融政策変更の判断材料にすることは間違いだ。前月比では-0.4%と2ヵ月振りに下落し、2月の消費者物価は再び前年割れになるとも限らない。これだけ景気拡大が長期化し、成熟過程にありながら、体温がなかなか上昇しないのは、日本経済が体温の低下不安から抜け出していないということである。実体経済をあらわす指標は、こうしたリスクが高いことを示唆しているように思う。