

週刊マーケットレター（06年3月13日週号）

2006年3月12日

曾我 純

主要マーケット指標

| | | | |
|-------------------|--------------------|----------|----------|
| 為替レート | 3月10日（前週） | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
| 円ドル | 119.05(116.40) | 117.85 | 120.65 |
| ドルユーロ | 1.1910(1.2045) | 1.1905 | 1.1815 |
| ドルポンド | 1.7265(1.7545) | 1.7435 | 1.7545 |
| スイスフランドル | 1.3170(1.2975) | 1.3075 | 1.3025 |
| 短期金利（3ヵ月） | | | |
| 日本 | 0.10000(0.09375) | 0.07188 | 0.06500 |
| 米国 | 4.90000(4.85000) | 4.74063 | 4.48000 |
| ユーロ | 2.69950(2.68750) | 2.58838 | 2.45550 |
| スイス | 1.19917(1.18000) | 1.07500 | 1.03250 |
| 長期金利（10年債） | | | |
| 日本 | 1.670(1.620) | 1.595 | 1.555 |
| 米国 | 4.75(4.68) | 4.58 | 4.52 |
| 英国 | 4.35(4.25) | 4.17 | 4.33 |
| ドイツ | 3.67(3.58) | 3.48 | 3.43 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 16115.63(15663.34) | 16257.83 | 15404.05 |
| TOPIX | 1647.27(1612.96) | 1660.22 | 1591.23 |
| NY ダウ | 11076.34(11021.59) | 10919.05 | 10778.58 |
| S&P500 | 1281.58(1287.23) | 1266.99 | 1259.37 |
| ナスダック | 2262.04(2302.60) | 2261.88 | 2256.73 |
| FTSE100（英） | 5907.9(5858.7) | 5764.1 | 5517.4 |
| DAX（独） | 5804.92(5721.46) | 5701.47 | 5282.13 |
| 商品市況（先物） | | | |
| CRB 指数 | 319.42(331.34) | 331.60 | 327.81 |
| 原油（WTI、ドル/バレル） | 59.96(63.67) | 61.84 | 59.39 |
| 金（ドル/トロイオンス） | 539.9(566.0) | 550.2 | 527.0 |

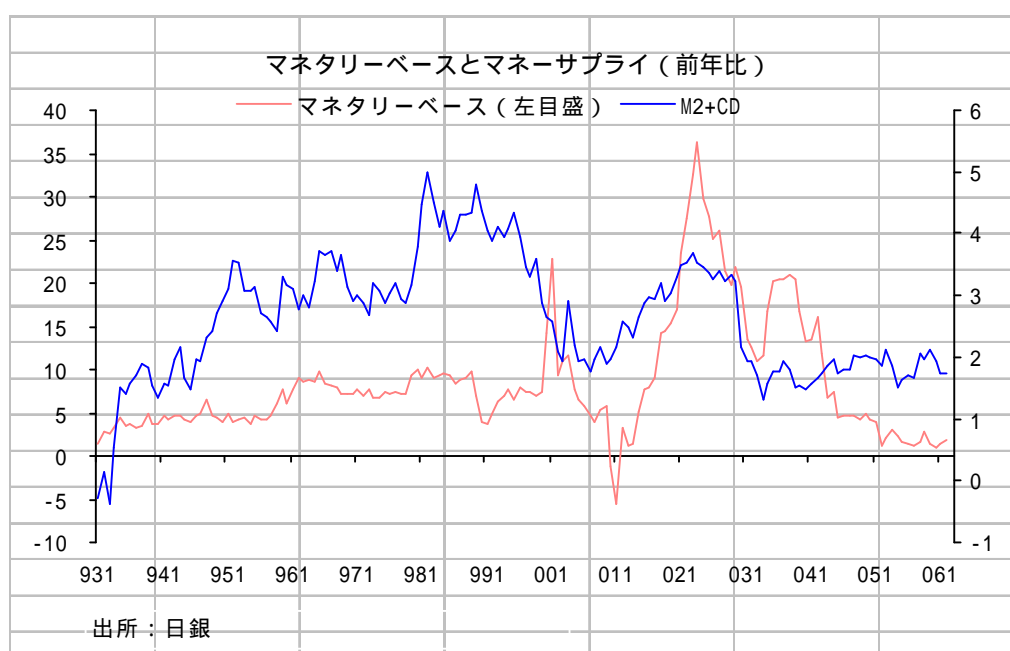
量的緩和解除によりマネタリーベース収縮へ

3月9日、日銀は01年3月に導入した量的緩和の解除を決定し、即日実施すると発表した。金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高から無担保コールレート（翌日物）に変更するが、日銀は現状と同じゼロ%で推移するように促すことを声明に書きとめた。

新聞は量的緩和解除をトップ記事として大々的に報道したが、量的緩和とはなにかについて核心を突く記事はみられなかった。準備預金の調整は政策金利の変更と並んで金融政策の中心をなす。銀行は預金の一部を日銀に無利子で預ける仕組みが準備預金制度だが、

法律で定められた金額以上の預金を日銀に預けることは、それだけ銀行にとっては貸出等運用にまわす資金が少なくなることであり、金融引き締めになる。預金が貸出され、貸出が他の銀行の預金になるという貨幣の流れによって信用が創造されるが、銀行預金のうち日銀に預ける割合が大きくなれば、信用は収縮することになる。

他方、日銀当座預金はマネーベース（MB）の構成要素であるから、日銀当座預金の増大はMBを増やすことになる。事実、MBは01年1月の前年比5.6%減を底に著しく伸び、02年4月には36.3%へと急増した。だが、MBの急増に比例してマネーサプライも拡大したかという点、そのように活発には増加しなかったのである。貸出の減少や定期預金から普通預金へのシフト等、信用創造を低下させる要因が力を増していたからだ。



02年2月をピークにMBの伸びは低下していくが、それでも04年3月までは2桁増であり、实体经济に比べればMBは過剰な水準にあったといえる。04年以降、量的緩和が拡大されなかったため、MBの伸びは低下傾向を辿り、昨年央からは2%以下の伸びで推移している。MBは日銀当座預金で高上げされていただけであり、その効果も出尽くしていた。实体经济は回復しているとはいえ、貨幣の流通速度は低く、日銀券需要は回復しているような状況ではない。

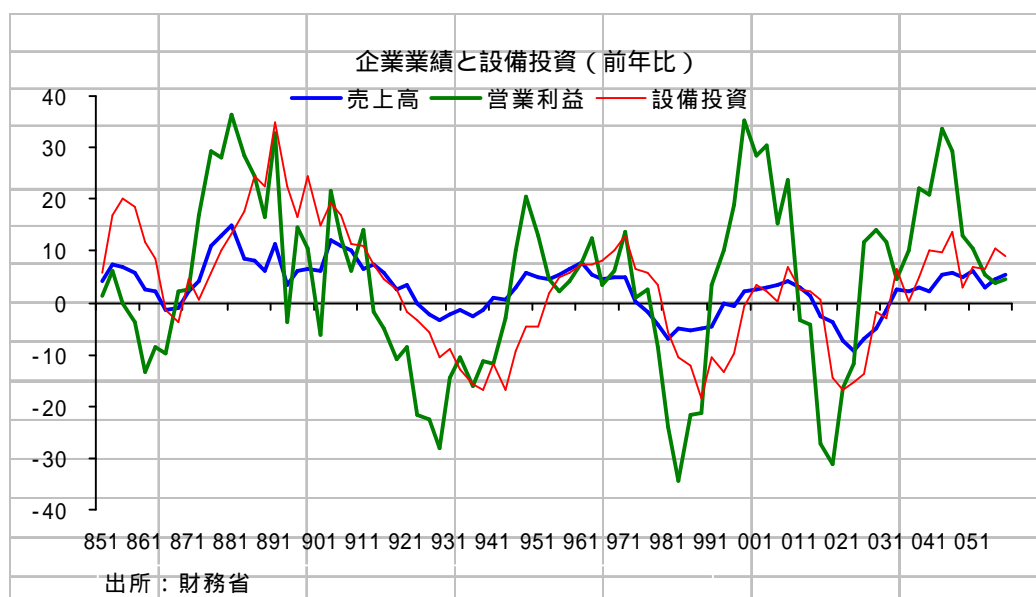
06年2月のMBは111.4兆円、01年1月から約40兆円増加したが、日銀券は15兆円弱の増加にとどまった。MBのうち日銀券の占める比率は01年1月の82%から06年2月には66%に低下した。4月以降、30兆円を超えている日銀当座預金を法定準備預金額に近づけていくことになるが、そのときMBの約3割を占める日銀当座預金の減少は、MBの大幅な減少に繋がるだろう。マネーサプライをMBで除した比率は、日銀当座預金の度重なる引き上げにもかかわらず低下し続けていたが、04年以降は6倍台で底這いだ。ゼロ金利が続く見通しでは、マネーサプライ・MB比率の大きな変化はなく、MBの減少はマネーサプライにもマ

イナスの影響を与えるであろう。

2月のマネーサプライ（M2+CD、707.7兆円）は前年比1.7%とMBの伸びを0.2ポイント下回ったが、昨年6月以降、両者の伸び率は接近してきた。現金通貨や預金通貨の伸びが拡大する半面、準通貨はマイナス幅が拡大している。郵便貯金等を加えた広義流動性（2月、1,415.7兆円）は前年比1.7%と昨年2月の4.2%から鈍化傾向を強めている。外債が22.1%と引き続き好調だが、郵便貯金の減少や国債等の伸び率低下などにより、広義流動性の失速が目立つ。日銀当座預金を28兆円も減少させれば、MBは前年を大幅に下回ることになり、マネーサプライ等の指標も相当攪乱することになるだろう。

大企業の設備投資の拡大続く

『法人企業統計』によると、10-12月期の売上高は前年比5.5%と2期連続で拡大した。営業利益は4.5%と前期を0.8ポイント上回ったが、売上の伸びにとどかなかった。製造業は10.9%増加したが、非製造業は-0.1%と僅かながら減少した。



原油高等の一次産品価格の上昇が原価を押し上げており、売上原価率は78.5%、前年比0.8ポイント上昇した。販管費比率は17.9%、同0.7ポイント低下したため、売上高営業利益率は前年同期と同じ3.7%を維持することができた。販管費の伸びが低く、売上原価を抑制できたのは従業員給与を前年比2.6%増と売上高の半分以下とし、従業員数の伸び率（2.9%）以下にとどめたからだ。給与総額はプラスだが、一人当たり給与は前年を下回った。

営業利益の伸びは低下しているが、設備投資は8.8%増加し、これで11四半期連続のプラスである。IT景気のときをすでに4四半期上回り、景気拡大を支えている。規模別では、設備投資に慎重な大企業が13.6%と積極的に拡大しており、これで4四半期連続の2桁増である。大企業がこれほど設備投資に入れ込むのは14年振りだ。ただ、大企業の設備投資は

景気に遅行する傾向があり、景気が減速してもなお拡大するというのがこれまでのパターンであった。営業利益の伸びはすでに1桁に落ちてきており、再浮上しなければ、期待収益の低下から、設備投資が冷え込む時期が近いことも想定しておく必要がある。