

週刊マーケットレター（06年3月27日週号）

2006年3月26日

曾我 純

主要マーケット指標

為替レート	3月24日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	117.50(115.90)	116.90	116.25
ドルユーロ	1.2035(1.2190)	1.1880	1.1870
ドルポンド	1.7425(1.7570)	1.7450	1.7345
スイスフランドル	1.3105(1.2900)	1.3180	1.3125
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.11188(0.10625)	0.08250	0.06750
米国	4.96475(4.93000)	4.81000	4.52063
ユーロ	2.74013(2.70500)	2.64363	2.49375
スイス	1.23000(1.20750)	1.13167	1.00500
長期金利（10年債）			
日本	1.730(1.715)	1.595	1.545
米国	4.66(4.67)	4.57	4.37
英国	4.32(4.36)	4.16	4.18
ドイツ	3.63(3.68)	3.49	3.32
株 式			
日経平均株価	16560.87(16339.73)	16101.91	15941.37
TOPIX	1689.34(1663.98)	1647.74	1637.89
NY ダウ	11279.97(11279.65)	11061.85	10883.27
S&P500	1302.95(1307.25)	1289.43	1268.66
ナスダック	2312.82(2306.48)	2287.04	2249.42
FTSE100（英）	6036.3(5999.4)	5860.5	5595.4
DAX（独）	5973.14(5882.38)	5870.79	5419.05
商品市況（先物）			
CRB 指数	326.98(325.83)	328.90	326.31
原油（WTI、ドル/バレル）	64.26(62.77)	62.91	58.43
金（ドル/トロイオンス）	560.0(554.1)	558.8	503.0

長期金利は上限に上昇

増益率の伸びが鈍化し長期金利が上昇すれば、株式市場も警戒感が強まり、業績面への関心が高くなるのは当然だ。一時、東証1部の出来高は30億株を超え、東証のシステムをダウンさせるほどの活況を呈していたが、先週末には15億株を下回り、商いはあきらかに萎んできた。量的緩和のつぎは間違いなく利上げとなり、ゼロ金利解除は量的緩和よりもはるかに大きいインパクトを株式市場に与えると、市場関係者は考えているからだ。

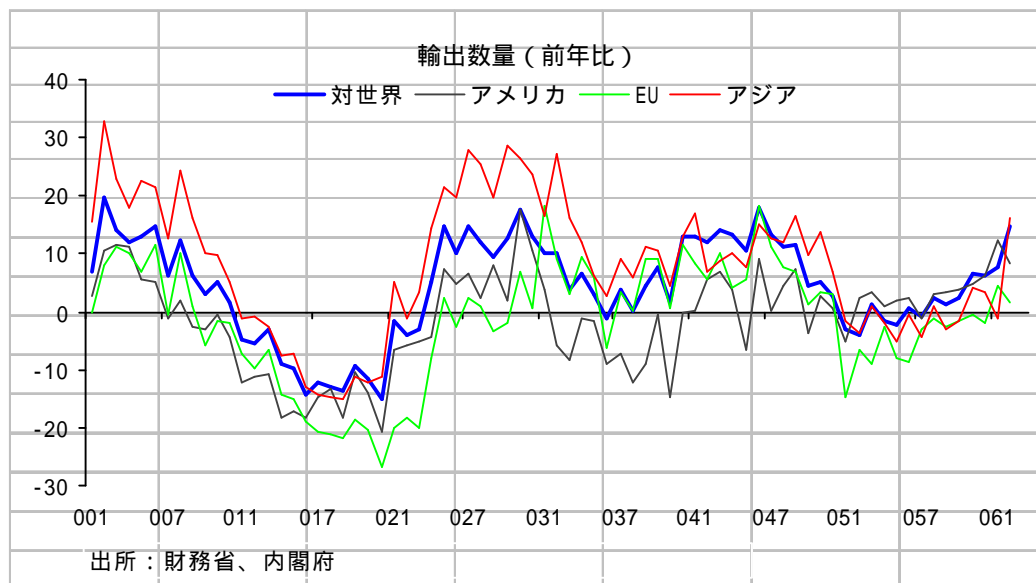
国交省の「地価公示」によると、06年の三大都市圏の商業地は15年ぶりの上昇となったが、これも長期のゼロ金利政策が土地取引に計り知れない影響を与えてきたからだ。金利

が上昇していけば資産価格は逆に下がることになり、いままでのような旨みはなくなり、土地取引も正常な姿に近づいていくことになろう。前年比マイナス幅は縮小しつつあるが、全国平均（全用途）の地価は依然値下がりしており、都市圏と地方の地価の格差は拡大している。金利上昇は値下がりが続いている地方の地価に再び下方圧力をかけることになろう。

株価と都市圏の地価の上昇を景気を持ち上げた要因に挙げることができるが、金利が上がっていけば、資産価格は下落するので、実体経済の拡大による景気拡大がこれまで以上に期待されている。だが、鉱工業生産の動きからわかるように、昨年夏以降の生産拡大は外需や原油価格高騰に支えられた部分が大きく、実体経済が自律的に拡大できたかといえば疑問である。

長期金利は 1.7% に上昇し名目経済成長率を超えた。戦後、10 年毎の日本の長期成長率をみれば、名目成長率は 60 年代の年率 16.8% から 90 年代には 2.2%、05 年までの 6 年間では 0.3% まで落ち込み、ほぼゼロ成長の状態である。実質では 60 年代の 10.4% をピークに 90 年代は 1.7% まで低下し、05 年までの 6 年では 1.7% と横ばいである。昨年 10-12 月期の名目成長率は前年比 1% 台であり、団塊世代の退職や人口減に直面している状況で、さらに成長率が伸びるとは考え難い。せいぜい伸びても名目成長率は 1% 台であろう。成長の下ぶれ不安が強いことから、長期金利は名目成長率以下に収まるはずである。現状の長期金利の水準は、経済成長率から判断して上限近辺に位置していると思う。

2月の輸出数量、2桁増と好調

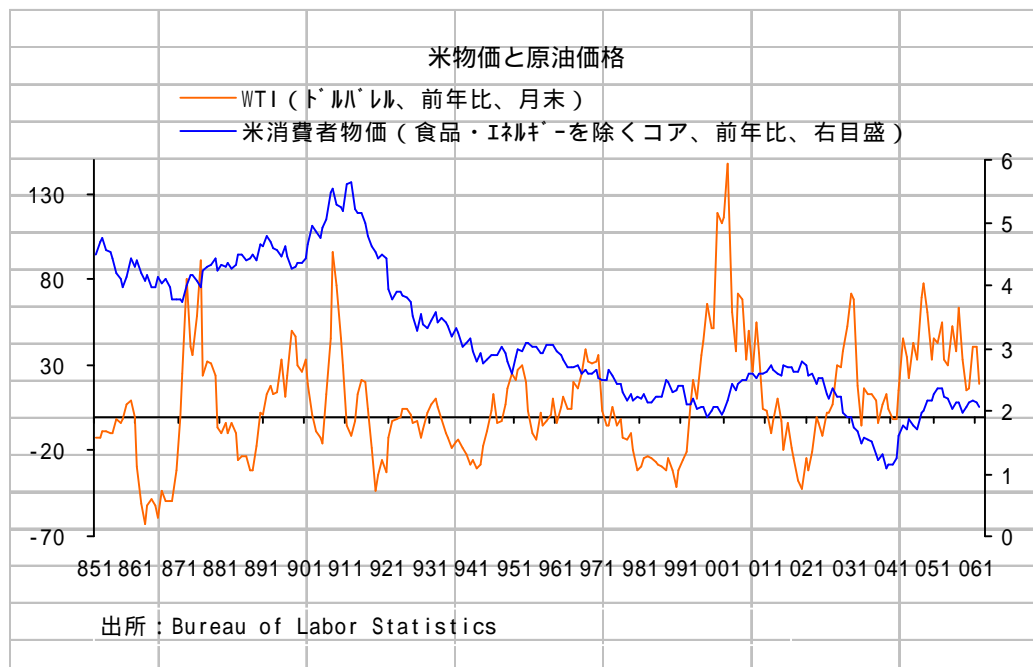


2月の数量ベースの輸出は前年比14.7%と04年6月以来の高い伸びとなった。輸入は数量ベースで5.3%であるから、輸出が10ポイント近く上回ったことになる。輸出が輸入よりも高い伸びに変わったのは昨年10月以降である。輸出は05年2月の4.2%減を底に回復し、8月からは連続のプラスである。輸出回復の原動力は米国であり、対米輸出は昨年1月に底を打ち、回復力を強めていった。対欧州は昨年12月まで1年マイナスが続いたが、2月まで2ヵ月連続の前年比プラスだ。対アジアは昨年10月までは低調であったが、その後は盛り返し、2月は16.1%と04年9月以来の高い伸びとなった。

02年1月を谷とした景気拡大過程で、輸出は02年と04年にすでに2回の山を形成したが、今回の山で3度目になる。こうした輸出の変化に合わせて、鉱工業生産の波もほぼ同じような形を形作っている。鉱工業生産は輸出にやや遅れる傾向があり、当面、好調な輸出によって鉱工業生産も堅調な足取りが期待できそうだ。ただ、輸出が前年比プラスに転じてからピークに達するまでの経過月数（1年以内）を考慮すると、夏までに輸出はピークを付けるだろう。

米物価安定と景気不安材料

2月の米消費者物価（コア）は前月比+0.1%と安定した動きをしており、インフレに進むような気配は感じられない。総合指数も0.1%にとどまり、前年比では3.6%と昨年9月から1.1ポイント低下した。生産者物価も2月、前年比3.7%と昨年9月の6.9%から大幅に低下しており、消費者物価の低下要因になろう。原油価格は依然バレル60ドル台にあるが、前年比では10%台に低下しており、物価への影響は薄れ、夏にかけて消費者物価のコアは前年比1%台に低下するであろう。



FRBは今週のFOMCでFFレートを0.25%引き上げ4.75%にする見通したが、物価ではなく実体経済の強さを和らげるための利上げなのだろう。バーナンキ議長をはじめとする理

事・総裁は、実体経済は予想を上回る成長を維持しているととらえており、実体経済の強さがいずれ物価に波及するとみているのではないか。

米国経済のすべてが健全かといえば、不安なところもある。2月の米住宅着工件数が前月比7.9%減少したほか、新築住宅販売も-10.5%と大幅に減少し、住宅市場も縮小の兆しをみせてきた。住宅市場の拡大は家具や電化製品等の売上増に結びつき、これまで米国経済の拡大に大きく寄与してきた。不動産価格の値上がり、ローンの借り換えを促し、借り換えによって得た資金を消費に回すという形で、消費水準を引き上げた。不動産価格が横ばいになり、住宅販売が減少することになれば、こうしたプラス要因が消え、米経済は本格的に減速していくだろう。

2月の米耐久財受注は前年比7.8%増加したが、コンピューター及び関連製品は1.0%減、自動車・同部品も0.1%と冴えない。資本財(航空・軍事を除く)はプラスだが、前年比6.1%に低下しており、設備投資も下向きに動き出しているといえる。米長期金利の上昇幅が大きくなるのは、このような不安要因が、先行き徐々に現実のものになる可能性が高いと判断しているからである。