

## 週刊マーケットレター（06年4月10日週号）

2006年4月9日

曾我 純

### 主要マーケット指標

<b>為替レート</b>	4月7日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	118.30(117.75)	117.85	114.45
ドルユーロ	1.2095(1.2115)	1.1890	1.2150
ドルポンド	1.7445(1.7375)	1.7355	1.7705
スイスフランドル	1.3010(1.3040)	1.3140	1.2695
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.11250(0.11188)	0.09813	0.06688
米国	5.02813(5.00000)	4.87000	4.55000
ユーロ	2.76238(2.81700)	2.69088	2.49013
スイス	1.26000(1.24917)	1.18750	1.02833
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.875(1.770)	1.645	1.440
米国	4.98(4.85)	4.72	4.37
英国	4.41(4.40)	4.26	4.07
ドイツ	3.89(3.77)	3.61	3.25
<b>株 式</b>			
日経平均株価	17563.37(17059.66)	15726.02	16428.21
TOPIX	1783.72(1728.16)	1617.87	1684.90
NY ダウ	11120.04(11109.32)	10980.69	10959.31
S&P500	1295.50(1294.83)	1275.88	1285.45
ナスダック	2339.02(2339.79)	2268.38	2305.62
FTSE100（英）	6026.1(5964.6)	5857.4	5731.8
DAX（独）	5952.92(5970.08)	5739.28	5536.32
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	337.18(333.18)	321.44	339.47
原油（WTI、ドル/バレル）	67.39(66.63)	61.58	64.21
金（ドル/トロイオンス）	588.4(581.8)	552.7	539.7

### ゼロ金利による株高、バブル膨らむ

3月調査の日銀「短観」の業況判断は足踏みを示したが、日経平均株価は5週連続の上昇となり、00年7月以来の高い水準で引けた。一方、債券相場は下落し、利回りは急上昇したが、米国の堅調な景気を反映して、為替相場は円安ドル高となった。銅や金などの市況は引き続き強く、商品市況と一般物価水準の開きはますます拡大してきている。そのため資源供給国の資金は潤沢となり、そうした資金が世界の株式市場になだれ込んでいるようだ。

日銀「短観」によると、大企業製造業の業況判断（「良い」 - 「悪い」、%ポイント）は前回は1ポイント減の20%となった。大企業非製造業は1ポイント改善の18%となり、全産業では前期比1ポイント上昇の20%、先行きは横ばいと予想されている。中堅・中小を含む全規模全産業は前期比横ばいの5%、先行きは6%となった。景気拡大の長期化から業況判断は頭打ちとなっており、さらに大幅に改善することはないだろう。このように業況判断が横ばいになったにもかかわらず、株価が上昇し、利回りが上昇するのはなぜか。大企業製造業の経常利益は05年度下期、前年比5.8%に鈍化し、06年度上期はマイナス1.8%の減益予想も、市場には関係ないことなのであろう。「短観」を素直に読めば、株式売りの債券買いという運用が考えられるが、現実には株式買いの債券売りとなっている。

大企業業況判断の水準は20%とバブル期以来の高い水準にあるが、株式市場参加者はその水準が維持されると考えているようだ。しかも業況判断の横ばいによって、日銀のゼロ金利政策はまだまだ続き、ゼロ金利が株式投資を後押しすると判断しているように思う。ゼロ金利が外人買いを引き続き呼び込み、個人の信用取引を促し、株式の商いを活発にしているのである。政府・日銀も、实体经济がそこそこ維持されていれば、ゼロ金利の力によって株式市場に資金を流入させ、市場を活気付けることができると考えているのではないか。



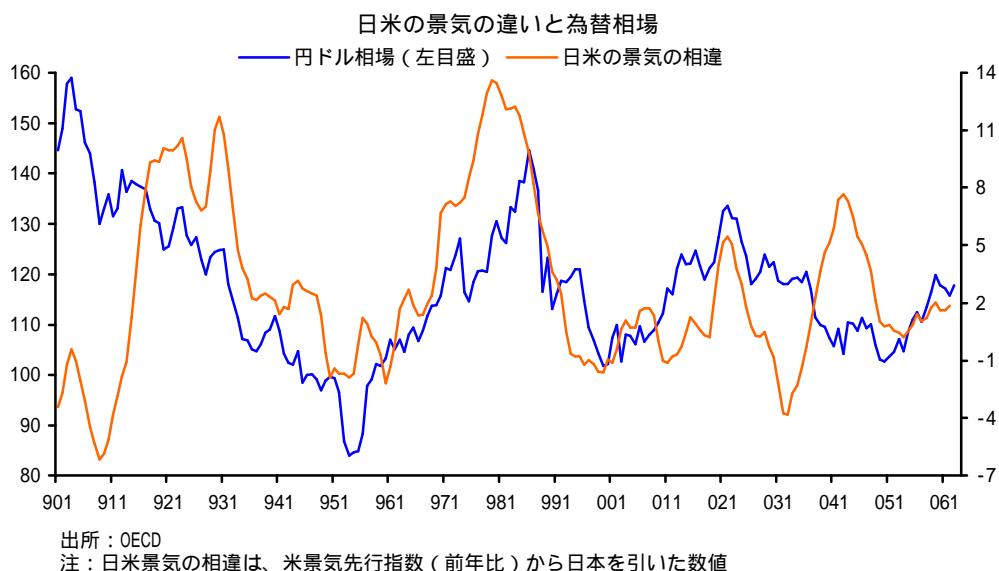
本来、長期金利の上昇は株式のマイナス要因だが、長短金利差の拡大は、銀行の収益を拡大させることになり、銀行の株価は上がるだろう。市場のウエイトが高い銀行株の値上がりは、市場全体の水準を引き上げる。株価が上昇すれば、銀行の株式含み益が増加し、不良債権処理もはかどることになり、公的資金の返済も進むだろう。株価を引き上げ、銀行の財務を健全にするばかりでなく、経済全体に活を入れる役割をゼロ金利に押し付けているのである。

小泉首相は「構造改革」を唱えながらも、ゼロ金利という劇薬投与を続け、日本経済を「投機の渦巻きのなかの泡沫となる」(ケインズ)事態に陥らせようとしている。80年代の

バブルが証明しているように、投機はいずれ行き詰まり、激しい景気後退に直面することになる。花見のように一時的な享楽で国民を誤魔化すのではなく、地道な経済運営によって、変動の大きくない安定した経済を作る必要がある。ゼロ金利はそうした安定をもたらす経済とは対極の経済を目指しているとしかいいようがない。9月に退陣する小泉後の政権はゼロ金利解除によって大きく揺れ、短期政権になるかもしれないという危うさを抱えた発足になる。

## 米国経済強くドル買われる

業況判断の横ばいに加えて、3月の新車販売台数が前年比1.7%減と9ヵ月連続の前年割れとなったことやマネーベース（3月、前年比1.0%減）の5年2ヵ月ぶりのマイナスなど、国内経済に不安がみえる半面、3月の雇用統計によって米国経済の強さが確認されたことから、米長期金利は5%近くまで跳ね上がり、ドルが買われた。



2月のOECD景気先行指数によっても米国経済の拡大があきらかになった。日本の先行指数は前年比1.3%増加したのに対して米国は3.2%伸びた。EUも3.0%増と日本を上回り、日本の伸びが相対的に低いことが、円を弱くしている。基本的に、円ドルレートは日本と米国経済の相対的強さを反映すると考えて間違いはない。両国の相対的強さをあらわす物指しにOECD発表の景気先行指数を使えば、以下のようなグラフを作成できる。円ドルレートはおおむね日米景気の相対的強さを示すグラフに沿った動きをしている。ただ、03年から04年にかけてのグラフの乖離は、財務省が巨額の円売りドル買い介入によって、為替相場を歪めた結果である。「短観」のように業況が横ばいで推移し、米国が拡大傾向を持続することになれば、円安ドル高は一層進むであろう。

