

週刊マーケットレター（06年5月29日週号）

2006年5月28日

曾我 純

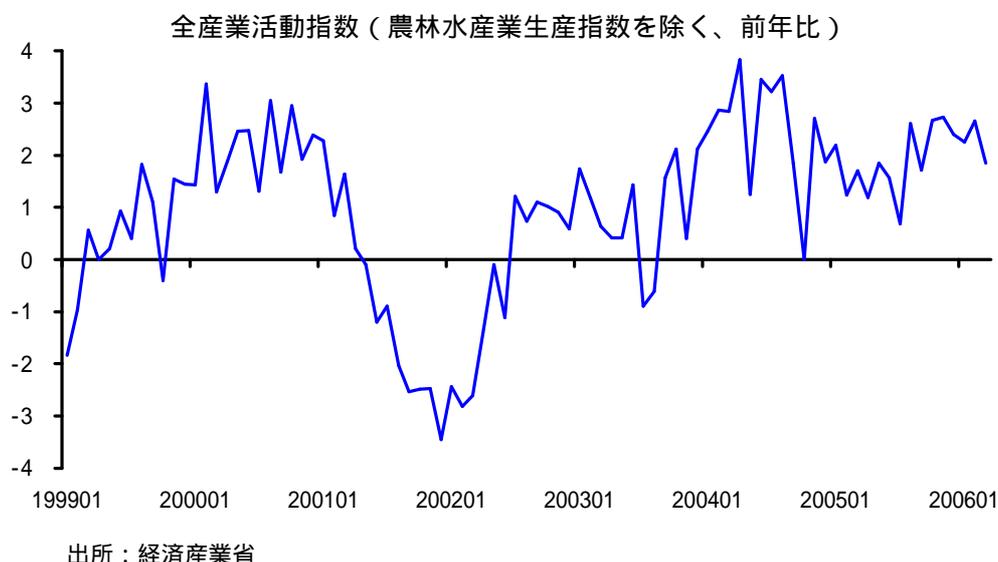
主要マーケット指標

為替レート	5月26日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	112.65(111.65)	114.70	116.90
ドルユーロ	1.2735(1.2775)	1.2455	1.1880
ドルポンド	1.8555(1.8785)	1.7845	1.7450
スイスフランドル	1.2275(1.2165)	1.2705	1.3180
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.29313(0.19500)	0.11263	0.08250
米国	5.22688(5.19375)	5.12563	4.81000
ユーロ	2.91600(2.89888)	2.82300	2.64363
スイス	1.41917(1.41000)	1.31000	1.13167
長期金利(10年債)			
日本	1.855(1.905)	1.940	1.595
米国	5.05(5.05)	5.10	4.57
英国	4.56(4.61)	4.68	4.16
ドイツ	3.87(3.99)	3.99	3.49
株 式			
日経平均株価	15970.76(16155.45)	17055.93	16101.91
TOPIX	1613.78(1638.57)	1723.29	1647.74
NY ダウ	11278.61(11144.06)	11354.49	11061.85
S&P500	1280.16(1267.03)	1305.41	1289.43
ナスダック	2210.37(2193.88)	2333.63	2287.04
FTSE100(英)	5791.0(5657.4)	6104.3	5860.5
DAX(独)	5788.36(5672.28)	6107.12	5870.79
商品市況(先物)			
CRB 指数	347.82(338.64)	352.57	328.90
原油(WTI、ドル/バレル)	71.37(68.53)	71.93	62.91
金(ドル/トロイオンス)	650.9(656.7)	638.8	558.8

景気減速による債券高・株安

前週末、日経平均株価は16,000円を割り込み、昨年末の値段を下回ってしまった。外人が日本の株売り、債券買いの姿勢を引き続きとっているからだ。5月第3週、外人は日本株を4,835億円売り越し、債券を8,377億円買い越した。日本経済の長期的な成長率から判断して、国債利回りの2%超えは、行き過ぎだと捕らえたからである。名目経済成長率は01年度を底に、4年連続の上昇となったが、それでも05年度は1.7%にすぎず、实体经济に照らしあわせれば、債券はあきらかに売られすぎだし、株式は前年を5割近くも上回っ

ており、買われすぎなのである。



1 - 3 月期の名目 GDP は前年比 1.8%増加したが、年末に向けて成長率は低下していくだろう。3 月の第 3 次産業活動指数は前月比-0.6%と 2 カ月連続の低下となり、前年比では 1.8%と昨年 10 月の 3.2%をピークに低下しつつある。全産業活動指数（農林水産業除く）も昨年 11 月の前年比 2.7%から 3 月には 1.8%へと減速しており、経済活動は弱含みの状態にある。すでに 3 年も前年比プラスを続け、成長率を引き上げていた民間設備投資の勢いが衰えることは避けられそうになく、このことが先行きの日本経済を不安にさせる。04 年度は成長率の 0.5%増に対して民間設備投資の寄与度は 0.6%、05 年度は 1.7%に対して 0.8%と民間設備投資が日本経済を牽引してきた。このように寄与度の大きかった民間設備投資の減速は、成長率を予想外に下ぶれさせることになるかもしれない。3 月調査の日銀短観によると、06 年度の設備投資（ソフトウェア含む、土地除く）は前年比 0.8%と 05 年度計画の 11.3%から大幅に鈍化する見通しである。

ゼロ金利解除と長短金利差の縮小

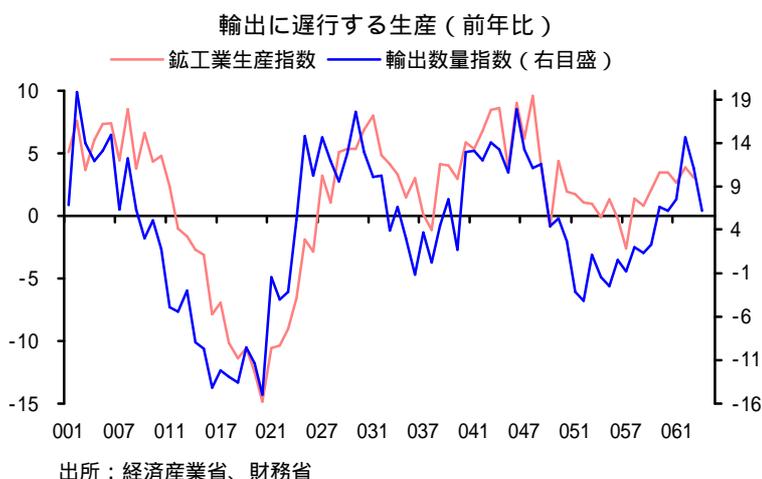
長期金利は 1.8%台に低下してきたが、コールレート（無担保、翌日物）は 0.076%に上昇してきた。景気の見通しに強気にはなれないが、日銀は異常なゼロ金利を解除すると市場は判断しているようである。ユーロ 3 カ月物は 0.29%と 1 カ月前と比べれば 0.18%も上昇し、日銀の金利引き上げを織り込んだ。先行き短期金利の上昇を見込み、資金需要が前倒しになっているようだ。長期の低下と短期の上昇により、長短金利差は縮小している。短期金利はそのうち 1%近くまで上昇し、銀行の巨額の利益は減少に向かい、利息がほぼゼロであった預金者はいくらか利息を得ることができるだろう。

日本だけでなく世界の市場をコストゼロで歪めたゼロ金利政策解除の副作用は予断を許

さない。ゼロ金利解除観測により、世界の市場は不安定になっており、投機資金は神経質になってきている。だが、いつまでもゼロ金利を続けていれば、株式市場を中心に投機熱は冷めず、市場はますます歪み、実体経済も実力以上に引き上げられよう。ゼロ金利の解除が遅くなればなるほど、副作用も大きくなり、「構造改革」どころではなくなり、足元の経済を立て直すことに必死で取り組まなければならないことになる。そうならないためにも、日銀はコールレートを1%近くまで引き上げる必要がある。コールレートの上昇は景気を不安にさせ、逆に、長期金利は低下するだろう。長短金利差は大幅に縮小し、預金者に有利な金利が形成されると考えられる。

自動車輸出で賄える原油輸入

4月貿易黒字額は6,461億円、前年比31.8%減少した。原油高等により鉱物性燃料の輸入が前年比52.4%増の1.58兆円に拡大したからだ。これを除けば黒字額は1兆円を超えており、儲けすぎがやっかまれ、貿易摩擦が蒸し返されることになる。原油価格が現状程度で推移しても、年7兆円ほどの黒字は確保できるだろう。それは主力の輸送用機械のほかに、一般機械や電気などの黒字幅が大きいからである。なかでも輸送用機器の輸出額は4月、



1.46兆円と鉱物性燃料の輸入額（1.58兆円）をほぼ賄え、輸送用機器の黒字額だけでも1.31兆円の規模がある。一般機械や電気機器も0.73兆円、0.66兆円の黒字を計上しており、こうした輸出によって、日本経済は支えられているといえるだろう。

鉱工業出荷内訳表（鉱工業製品需要を内外需別に分けた指標）によると、1 - 3月期の鉱工業のうち輸出は前期比3.0%増と4四半期連続で拡大したが、国内は0.6%減と前期を下回った。輸出数量指数も2、3月は前年比2桁増となり好調だったが、4月は6.2%と2ヵ月連続で低下した。米国とアジアは8.4%、6.6%それぞれ伸びたが、EUが-0.2%と4ヵ月ぶりにマイナスになった。輸出は巨大な市場である米国の動向に左右されやすいが、4月の米個人消費支出などの最近の経済指標をみると、米国経済は底堅く、米国向け輸出が急速に悪化する兆候はまだみえない。