

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(03 年 10 月 13 日 週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（03年10月13日週号）

2003年10月13日

曾我 純

主要マーケット指標

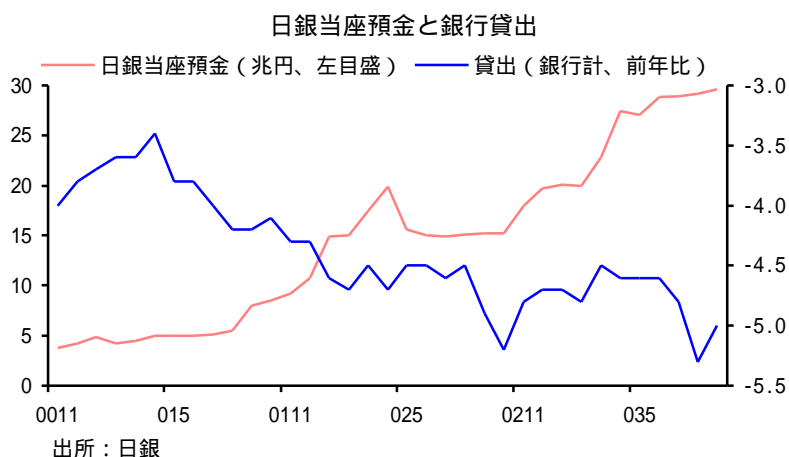
為替レート	10月10日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	108.65(110.85)	117.10	117.65
ドルユーロ	1.1800(1.1570)	1.1210	1.1380
ドルポンド	1.6640(1.6620)	1.5910	1.6355
スイスフランドル	1.3115(1.3355)	1.3835	1.3610
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05513(0.06000)	0.05538	0.04688
米国	1.15000(1.15000)	1.13835	1.11000
ユーロ	2.13250(2.12650)	2.15025	2.12875
スイス	0.24250(0.24250)	0.25667	0.27500
長期金利（10年債）			
日本	1.350(1.380)	1.550	1.030
米国	4.25(4.20)	4.27	3.66
英国	4.74(4.74)	4.65	4.24
ドイツ	4.20(4.23)	4.25	3.89
株 式			
日経平均株価	10786.04(10709.29)	10856.32	9955.62
TOPIX	1073.88(1066.86)	1043.98	974.14
NY ダウ	9674.68(9572.31)	9420.46	9036.04
S&P	1038.06(1029.85)	1010.92	988.70
ナスダック	1915.31(1880.57)	1823.81	1715.86
FTSE100（英）	4311.0(4274.0)	4252.1	4028.8
DAX（独）	3471.25(3419.00)	3536.87	3269.84
商品市況（先物）			
CRB 指数	246.29(243.90)	245.38	234.73
原油（WTI、ドル/バレル）	31.97(30.40)	29.35	31.06
金（ドル/トロイオンス）	373.6(369.4)	380.0	344.3

景気に効かない量的緩和

日銀は10日の金融政策決定会合で、日銀当座預金残高の目標値の上限を2兆円増額し、これまでの「27～30兆円程度」から「27～32兆円程度」に引き上げた。福井俊彦氏が日銀総裁に就任してから、これが4度目の量的緩和である。同日、衆議院が解散され総選挙に突入したが、小泉政権を金融面から支援する意図も感じられる。

週末、円ドル相場は108円台に上昇した。過去1ヵ月で8円強上昇した急激な円高を阻止する狙いも窺われるが、量的緩和では効き目はない。ゼロ金利下では日本サイドの円安

誘導は不可能である。円売りドル買いで買い増した米短期証券を売却する方法もあるが、売却資金のドルを円に変えることはできず、結局、ドル資産の購入に落ち着くことになる。いつものことながら、為替相場は今回も米政府の意向が強く反映されたものになるろう。



量的緩和をしても、資金需要は生まれず、銀行に資金は滞留するばかりだ。9月の貸出（銀行計）は前年比-5.0%と減少幅は依然大きく、返済された資金の大半は国債の運用に振り向けざるを得ない。日銀は銀行保有の国債を

購入し、日銀当座預金残高を積み増すというのが量的緩和である。9月末の日銀当座預金残高は34.5兆円、前年比16.0兆円増加し、日銀保有の国債は91.8兆円、同8.2兆円増加した。

量的緩和は銀行保有の国債を日銀当座預金に変えるだけである。銀行資産の大半は貸出と有価証券だが、国債を日銀に売却し、その売却額が当座預金に振り向けられているのである。日銀は新発の国債を購入できないが、銀行経由ではいくらかでも国債を購入できるようになっている。資金需要が盛り上がりず、貸出の減少が続くことになれば、銀行は国債を購入し、それを日銀が購入するという仕組みは続くであろう。

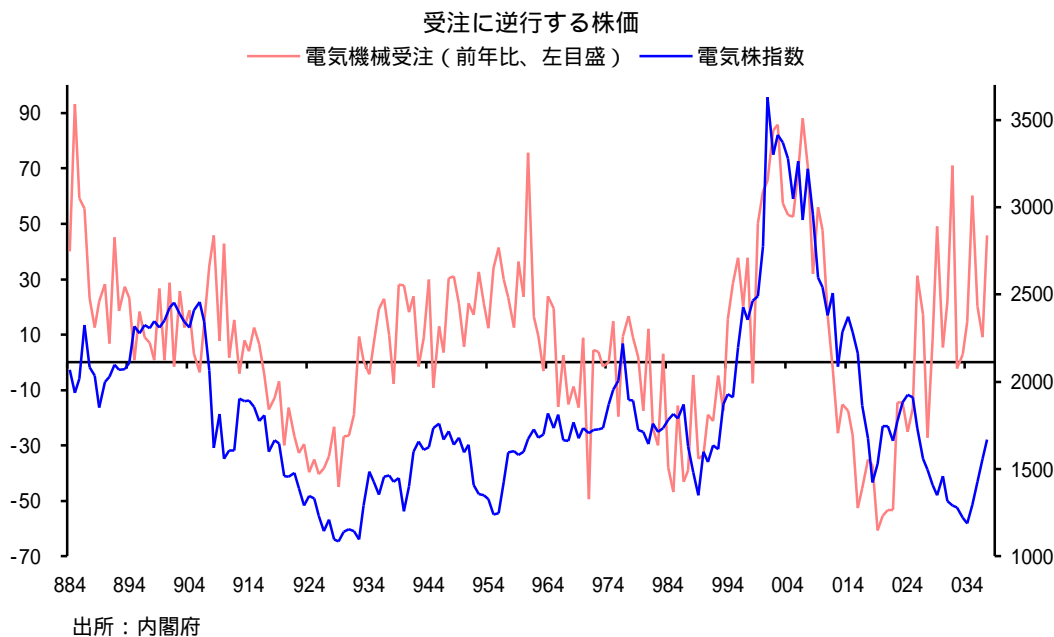
日銀によれば、量的緩和は「景気回復に向けた動きをより確実なものとするに資する」ようだが、銀行資産を国債から当座預金に変えているだけであり、景気にはなにの影響も与えることはできない。いくら量的緩和をしても、貸出の落ち込みを止めることができないことが、量的緩和の行き詰まりを証明しているのではないか。マネーサプライでさえもマネタリーベースの10分の1程度しか伸びていない。日銀当座預金残高は準備預金等の10倍程度に膨らんでいることから、信用乗数は極端に低下している。量的緩和では日本経済を刺激することができないのは明白である。

受注に逆行する株価

8月の機械受注によると、民需（船舶・電力を除く）は前月比-4.3%と2ヵ月連続で減少した。製造業は3ヵ月連続のマイナスとなり、景気は明らかに変調をきたしている。電気機械は3ヵ月ぶりのプラスになったが、一般機械や自動車工業は2桁減である。通信業は3ヵ月連続増だが、卸・小売業、金融・保険業、情報サービスなどが落ち込んだため、非

製造業もマイナスになった。

前年比では、民需（船舶・電力を除く）は+12.2%と今年1月以降、8ヵ月連続のプラスだ。ただ、昨年8月は20%を越えるマイナスであったため、今年は高目にでただけである。9月以降は前年のマイナス幅が縮小するため、伸びは鈍化するであろう。前年比の伸びも変動幅が大きい、過去のピークや過剰な資本ストックの存在を考えれば民間設備投資がさらに増勢を辿るとは想定できない。



製造業の主力業種である電気機械は一時、前年比70%前後に急騰するなど、ITバブル期に近い伸びを見せたが、今後、これを上回るような高い伸びは考えられない。また、機種別では、景気に敏感な工作機械も8月、10.2%増と今年1月の37.2%増をピークにスローダウンしている。このように、機械受注のピークアウトは紛れもない事実であるが、9月以降さらに伸びは鈍化し、景気の下降をより鮮明に示すのではないかと懸念される。

機械受注のピークアウトを気にすることなく、株価は高値を維持している。信用買い残は2兆円に近づき、今年1月の底から1.1兆円増加した。商いは10億株を越えており、活況である。4月末から10月10日までの上昇率は、東証株価指数（1部）の34.8%増に対して、信用不安で売られた業種は銀行の89.1%増を始め、証券83.8%増、不動産76.1%増と反発力は大きくなっている。本来、潰さなければいけない銀行に、政官民の談合により、税金を湯水のように使ったことが功を奏したともいえるが、つけは必ず経済に跳ね返ってくるであろう。信用不安は一時的に封じられているが、デフレ経済下では早晩、信用不安が高じことになるはずだ。好材料だけで株式市場を煽り、博打場の側面が強くなれば、今回も、市場参加者は繰り返し味わった悲惨な結末を見ることになるだろう。