

週刊マーケットレター（2013年3月11日週号、No. 442）

2013年3月9日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	3月8日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	96.02(93.55)	92.70	82.46
ドルユーロ	1.2999(1.3019)	1.3363	1.2925
ドルポンド	1.4915(1.5035)	1.5796	1.6036
スイスフランドル	0.9516(0.9426)	0.9172	0.9340
短期金利（3カ月）			
日本	0.16000(0.16143)	0.16429	0.18143
米国	0.28010(0.28410)	0.29200	0.30950
ユーロ	0.12571(0.12643)	0.15000	0.12357
スイス	0.02200(0.02400)	0.02400	0.01400
長期金利（10年債）			
日本	0.650(0.640)	0.755	0.705
米国	2.04(1.85)	1.96	1.62
英国	2.06(1.87)	2.10	1.74
ドイツ	1.53(1.41)	1.61	1.30
株 式			
日経平均株価	12283.62(11606.38)	111531.16	9527.39
TOPIX	1020.50(984.33)	957.35	790.24
NY ダウ	14397.07(14089.66)	13992.97	13155.13
S&P500	1551.18(1518.20)	1517.93	1418.07
ナスダック	3244.37(3169.74)	3193.87	2978.04
FTSE100（英）	6483.58(6378.60)	6263.93	5914.40
DAX（独）	7986.47(7708.16)	7652.14	7517.80
商品市況（先物）			
CRB 指数	294.38(290.36)	301.06	294.69
原油（WTI、ドル/バレル）	91.95(90.68)	95.72	85.93
金（ドル/トロイオンス）	1576.9(1572.3)	1666.9	1705.5

「円安株高」から「円安株安」へ

米国の雇用が順調に改善していることから、週末の為替相場はドル全面高となった。円ドル相場は96円台に上昇し、対ユーロでは3ヵ月ぶりの高値である。円ドル相場は昨年9月以降約18円も円安ドル高に振れ、2009年8月以来3年7ヵ月ぶりの円安だ。日米が金融緩和を唱え続けていることに、日米経済の回復テンポの差が加わったからである。それにしても輸入が輸出よりも多くなっているときの20%を超える急激な円安ドル高は、輸入物価の上昇を通して、日本経済に悪影響することは間違いない。物価が上昇すれば、消費が減

少し、経済は悪化するだろう。物価の上昇が為替相場にも影響し、円安ドル高が一層進み、円安がさらに物価を上げるという悪循環に陥りかねない。

今は円安の良い側面ばかりに光が当てられているが、悪い側面が出てくると、特に債券相場は、打撃を受けことは必至だ。物価上昇を2%に引き上げるという馬鹿げた目標を日銀は掲げたが、もしそのように物価が上昇すれば、債券利回りは2%を超えるだろう。円安でありながら、債券高というのは矛盾しており、矛盾を解消する激しい動きが必ず起こる。そうなれば、多量に国債を抱えている金融機関は信用問題が持ち上がり、株式も崩れることになるだろう。

為替、債券、株式の関係はまさにナイフエッジのたとえのように、極めて不安定な関係にある。これを当局が首尾よく操作しても、一方が良くなれば、他方に歪みが溜まることになり、3者が心地よい水準を維持することは難しい。ましてやそれらをコントロールすることなどできないのである。一時的にコントロールできたとしても、そこには内部矛盾を抱え込むことになる。

米株式はFRBの止め処ない買いオペで上昇している。買いオペの継続により、FRBの総資産は6日時点、3.11兆ドルと過去最高を更新。2月の非農業部門雇用者が前月比23.6万人増加と2010年10月以降28ヵ月連続で増加し、失業率は9.5%から7.7%に低下した。これだけ雇用が改善しても巨額の買いオペを続けるのである。これを頼りに、株式と債券は我が世の春を謳歌している。もし、相場が崩れそうになれば、FRBが買いオペの増額なりで防いでくれるという安心感があるからだ。相場はFRB総資産の関数となっている。

日銀の総資産は2月28日時点、163.5兆円とこちらも過去最高である。経済規模との比較では、日銀総資産は名目GDPの34.7%だが、FRBは19.6%と日銀総資産の規模がいかに巨額かがわかる。次期総裁候補は「やれることは何でもやる」（4日）というのであるから、日銀総資産はどこまでも増え続けるのだろう。日銀と金融機関で国債を買いまくり、政府債務はますます膨れ、政府部門の経済に占める比率は上昇することになる。

日銀の国債残高は08年12月の63.1兆円を底に拡大に転じたが、2012年以降の増加ペースにはギアが入り、急増しつつある。こうした買いオペの効果がもっともあらわれているのが、国債と株式である。日銀が国債残高を増やし始めたときから、国債利回りは一貫して下がり続け、株式は大きく崩れることなく、買いオペにより積極的になってからは、上昇傾向を強め、昨年11月以降は異常な値上りをしている。日銀によるバブル相場であることはあきらかであり、日銀は国債買取から抜け出すことができなくなった。

実体経済は決して良くはない。1月の鉱工業生産は前月比1.0%伸び、2月予想は大幅な増加を見込んでいるが、需要は弱く、生産拡大の持続には疑問だ。1月の小売業販売は前年比1.1%減少し、総実労働時間も-1.5%と2ヵ月連続の前年割れだ。家計調査の消費支出は2.1%と2ヵ月ぶりのプラスになったが、新車販売台数が前年比2桁減になったにもかかわらず、自動車等購入は大幅に増加している。

1月の就業者（男）は前年比マイナスと3ヵ月連続減であり、特に、雇用者が減少して

いる。非農林の週平均就業時間は4ヵ月連続の前年割れだ。1月の産業別雇用者数をみても非農林は前年比11万人増加したが、製造業は34万人減と減少に歯止めが掛からない。復旧工事で建設関連は人手不足といわれているが、建設雇用は2ヵ月連続の減少となっている。新設住宅着工件数も1月、前年比5.0%と伸び率は昨年10月をピークに3ヵ月連続の低下である。福島、岩手の伸びは低く、宮城はマイナスだ。非居住（床面積）は1月、前年比2.8%減と6ヵ月ぶりのマイナスとなり、建設も勢いはなくなってきている。大盤振る舞いの公共工事が5月、6月から本格化する予定だけれども、雇用動向などからみると、成り手がみつからず、人材面から消化できないのではないか。

円安ドル高の効果は思いのほか弱く、期待はずれになりそうだ。企業は円安メリットを享受できると株式は急騰しているが、世界経済の足取りの弱さも加わり、企業収益への影響も限定的となり、失望売りで値を消すだろう。「円安株高」から「円安株安」という局面が近づいている。