

週刊マーケットレター（03年5月12日週号）

2003年5月11日

曾我 純

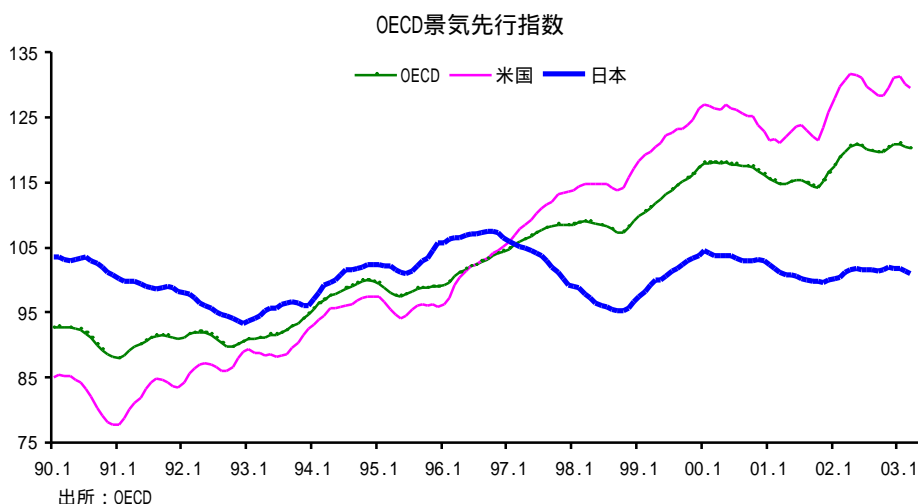
主要マーケット指標

為替レート	5月9日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	117.40(119.05)	120.10	120.25
ドルユーロ	1.1490(1.1230)	1.0770	1.0820
ドルポンド	1.6045(1.6045)	1.5630	1.6315
スイスフランドル	1.3130(1.3438)	1.3825	1.3540
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.05938(0.06125)	0.06000	0.05688
米国	1.29000(1.29000)	1.28625	1.35000
ユーロ	2.47038(2.50425)	2.51913	2.70463
スイス	0.29000(0.30000)	0.29833	0.5883
長期金利（10年債）			
日本	0.574(0.600)	0.680	0.840
米国	3.68(3.92)	3.90	3.92
英国	4.24(4.36)	4.47	4.21
ドイツ	3.92(4.08)	4.17	3.99
株 式			
日経平均株価	8152.16(7907.19)	8057.61	8448.16
TOPIX	823.52(804.62)	801.17	839.11
NY ダウ	8604.60(8582.68)	8197.94	7864.23
S&P	933.41(930.08)	865.99	829.69
ナスダック	1520.15(1502.88)	1356.74	1282.47
FTSE100（英）	3969.4(3952.6)	3861.4	3599.2
DAX（独）	2956.59(2986.00)	2734.10	2569.34
商品市況（先物）			
CRB 指数	238.05(231.75)	231.13	249.12
原油（WTI、ドル/バレル）	27.72(25.67)	28.85	35.12
金（ドル/トロイオンス）	348.6(341.0)	325.6	369.9

実体経済を織り込んでいない債券利回り

先週、日経平均株価は 8,000 円台を 4 日連続で維持できた。債券相場は引き続き堅調に推移し、利回りは過去最低を更新した。円は対ドルで上昇し、一時、116 円台前半まで進んだ。海外でも株価は強含み、債券相場は堅調であった。ユーロはドルに対して強く、1 ユーロ = 1.15 ドル台に上昇した。ユーロ圏の景気も低迷しているが、米連邦準備理事会が 6 日の連邦公開市場委員会で「リスクは経済が弱含みになる可能性があることに重点が置かれる」と当面の政策運営方針を景気配慮型に転換したことが為替相場に影響した。

3月の米景気先行指数（OECD 発表）は前月比減となり、2ヵ月連続のマイナスだ。1 - 3月期の米 GDP デフレーターは前年比 1.6%と2四半期連続で上昇したが、イラク戦争の終結により、4 - 6月期以降、低下していくであろう。失業率が高く消費の盛り上がりが見込めない状況では、インフレよりもデフレのリスクが高く、米連邦準備理事会は 1.25%の政策金利（FF レート）をさらに引き下げる見通しである。米長期金利は名目 GDP 成長率（前年比 3.7%）とほぼ同じだが、成長率や短期金利の低下期待の台頭に伴い、長期金利は 3%前後まで低下する可能性が高い。3月の OECD 景気先行指数は前月比 0.3%低下し、2ヵ月連続で悪化した。OECD の景気も足踏み状態にあり、ドイツの長期金利も实体经济を反映しているとは言いがたい。



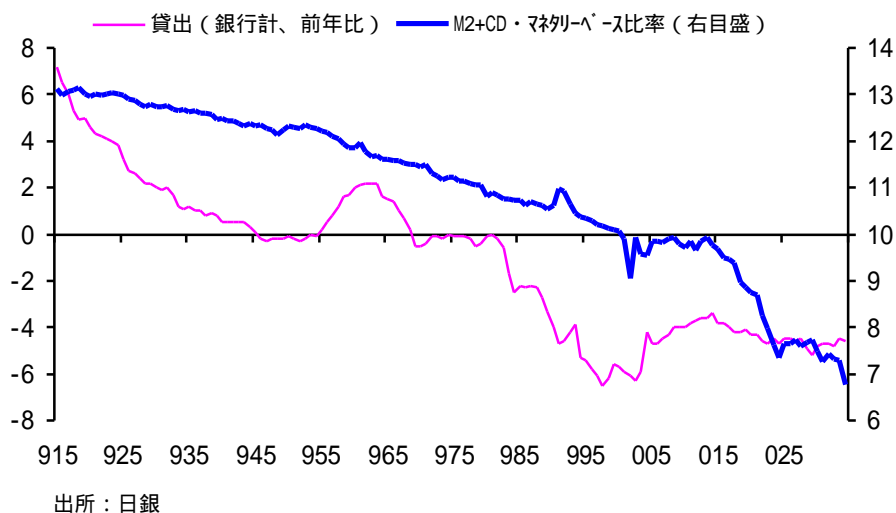
信用乗数の低下を止めるのは政府の役目

株価対策によって、日経平均株価は 8,000 円台に回復したが、足元の経済は弱く、株価の戻りは一時的ではないか。3月の『家計調査』によると、全世帯の消費支出は前年比 -2.6%と6ヵ月連続の前年割れとなり、昨年5月以来の大幅減となった。1 - 3月期は -2.0%とマイナス幅は前期比 0.5ポイント拡大、前期比では 0.9%減少し、16日（金）発表の1 - 3月期の GDP 速報は、消費の不振などからマイナス成長になりそうだ。

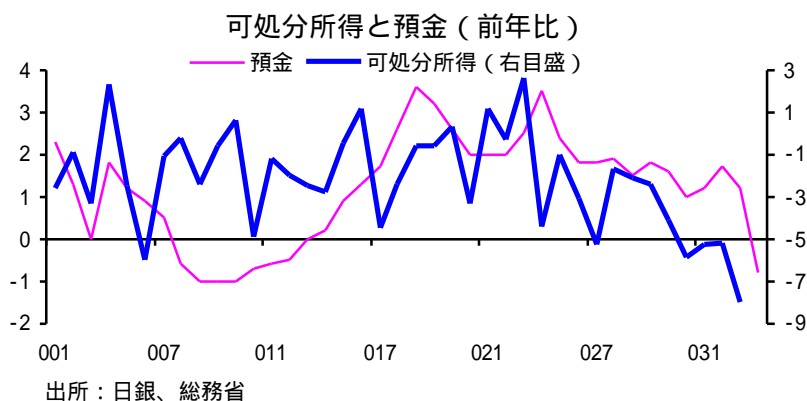
4月のマネーサプライは主要指標の M2+CD が前年比 1.4%増となり、伸び率は2ヵ月連続で低下し、93年12月以来の低い伸びとなった。度重なる日銀の量的緩和にもかかわらず、マネーサプライの伸びは鈍化している。M2+CD をマネタリーベースで除した信用乗数は4月、6.8倍と過去最低を更新した。日銀が銀行の日銀当座預金勘定にいくら預金を積み上げて、デフレ下ではだれも借入は望まず、資金は銀行からでていかない。日銀当座預金勘定の拡大は、金融部門の資産変化にとどまっている。銀行も不良債権で身動きがとれず、貸出を増やすどころではないのである。将来の不安の高まりやゼロ金利等によって、貨幣の予備

的需要が増大していることも、信用乗数の低下要因になっている。非金融法人の資産バブルが弾けつつあるときに、政府が本格的な金融政策を講じなければ、名目 GDP の減少率は 2 桁に達することになる。

貸出と信用創造



金融資産増加額の縮小



4月の貸出が前年水準を 4.6% 下回っていることに加えて、預金も前年を割れた。預金の前年比マイナスは 01 年 2 月以来だ。

3月の勤労者世帯の可処分所得は前年比 8.0% 減と

過去最大のマイナスになり、貯蓄の余裕がなくなってきていることが窺える。消費も 3 月まで 6 ヶ月連続の前年比マイナスだが、可処分所得ほどには減少幅は大きくなく、平均消費性向は 92.0% に上昇し、金融資産純増は 7,719 円にとどまった。02 年度の金融資産純増（月平均、79,508 円）と比較すると、3 月の純増額がいかに小さいかが分かる。収入が落ち込み、可処分所得の大幅減少が続くことになれば、日本の貯蓄は急激に減少し、政府の 30 兆円を越す財政赤字も制約を受けることになる。そうならないうちに、消費需要を喚

起し、名目数%の成長軌道に乗せる必要がある。

