

週刊マーケットレター（06年5月22日週号）

2006年5月21日

曾我 純

主要マーケット指標

| | | | |
|-------------------|--------------------|----------|----------|
| 為替レート | 5月19日（前週） | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
| 円ドル | 111.65(110.00) | 117.25 | 118.05 |
| ドルユーロ | 1.2775(1.2925) | 1.2385 | 1.1935 |
| ドルポンド | 1.8785(1.8935) | 1.7925 | 1.7405 |
| スイスフランドル | 1.2165(1.1985) | 1.2660 | 1.3105 |
| 短期金利（3ヵ月） | | | |
| 日本 | 0.19500(0.18625) | 0.11125 | 0.07438 |
| 米国 | 5.19375(5.17000) | 5.07469 | 4.77000 |
| ユーロ | 2.89888(2.88750) | 2.76875 | 2.61000 |
| スイス | 1.41000(1.40917) | 1.28000 | 1.10000 |
| 長期金利（10年債） | | | |
| 日本 | 1.905(1.990) | 1.880 | 1.510 |
| 米国 | 5.05(5.20) | 5.02 | 4.53 |
| 英国 | 4.61(4.75) | 4.52 | 4.12 |
| ドイツ | 3.99(4.07) | 3.94 | 3.44 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 16155.45(16601.78) | 17350.12 | 15713.45 |
| TOPIX | 1638.57(1688.18) | 1747.32 | 1605.33 |
| NY ダウ | 11144.06(11380.99) | 11278.77 | 11115.32 |
| S&P500 | 1267.03(1291.24) | 1309.93 | 1287.24 |
| ナスダック | 2193.88(2243.78) | 2370.88 | 2282.36 |
| FTSE100（英） | 5657.4(5912.1) | 6089.8 | 5846.2 |
| DAX（独） | 5672.28(5916.28) | 5993.76 | 5795.48 |
| 商品市況（先物） | | | |
| CRB 指数 | 338.64(361.75) | 357.29 | 326.15 |
| 原油（WTI、ドル/バレル） | 68.53(72.04) | 72.17 | 59.88 |
| 金（ドル/トロイオンス） | 656.7(710.3) | 632.6 | 551.8 |

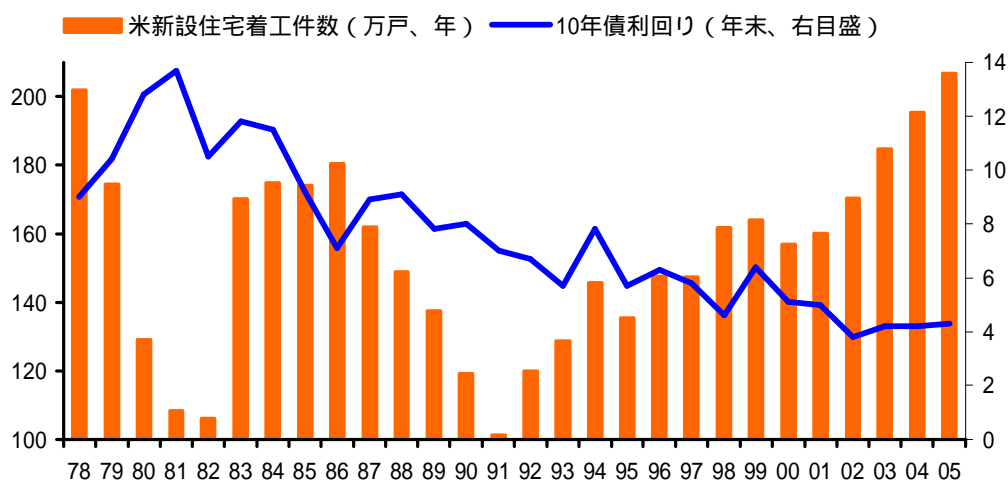
米住宅着工の減速により物価の安定続く

4月の米消費者物価指数（CPI）発表後、NY ダウなど米株価は軒並み急落した。予想よりもCPIの上昇率が高く、インフレ懸念が強まり、FRBの利上げがまだ続くということが下げの要因になったようだ。CPIコア（食品・エネルギーを除く）は前月比0.3%と前月と同じ上昇率であり、前年比では2.3%と3月よりも0.2ポイント高くなった。これだけの理由でなぜこれほど下げたのだろうか。商品市況が過去最高を更新するなかで、物価上昇に点火するかもしれないといった不安が市場心理を冷やしたのだろうか。

金や銅などが急騰後、急落しているように、CPI も少しのきっかけで安定を保っている状態から不安定な状態へ移行すると想定しておくべきなのか。それほど不安であれば、長期金利は急騰しているはずだ。が、19日の米10年債利回りは5.05%、前週末比0.15%も低下しており、むしろ、債券市場はインフレ懸念が後退していると判断しているようである。

CPI 発表の前日(16日)、4月の生産者物価指数(PPI)が公表されたが、コア指数は前月比0.1%と落ち着き、前年比でも1.5%と3月を0.1ポイント下回った。昨年8月には前年を2.8%も上回っていたが、それがいまでは1.5%に低下しており、PPIの先行性に鑑みれば、CPIが急激に上昇するとは考え難い。CPI総合指数は前月比0.6%上昇したが、エネルギーと交通を除けばインフレ不安が高まるような状況ではない。CPI総合指数の42%のウエイトを占める住居は過去3ヵ月、前月比0.1%、0.2%、0.1%の上昇にとどまっており、物価安定に寄与している。

米住宅着工と長期金利



出所：U.S. Department of Commerce

CPIを左右する住宅の動向は減速しつつあり、4月の新設住宅着工件数は年率184.9万戸、前月比7.4%減と3ヵ月連続で減少した。昨年4月から今年の2月まで200万戸を超えていたものが、2ヵ月連続の200万戸割れとなったのである。年ベースでは2000年の156.8万戸から05年には206.8万戸と5年連続の増加となり、1972年以来、33年ぶりの高い着工件数となった。

このように記録的な住宅ブームはFRBが政策金利を1%まで引き下げたことが大きく影響している。だが、04年6月以降の利上げにより、政策金利は5.0%に上昇し、今度は住宅建築を冷やすことになるだろう。過去にも住宅ブーム後には100万戸近くまで減少したことがある。91年を底とした住宅ブームが終わることになれば、相当激しいスランプに陥ることもあり得るのではないか。

日本のCPIに占める住居の比率は20%だが、この約2倍のウエイトを占める米国のCPIは、住居の変動によって大きく変化することになる。大ブームが過ぎ去って住宅不況になり、

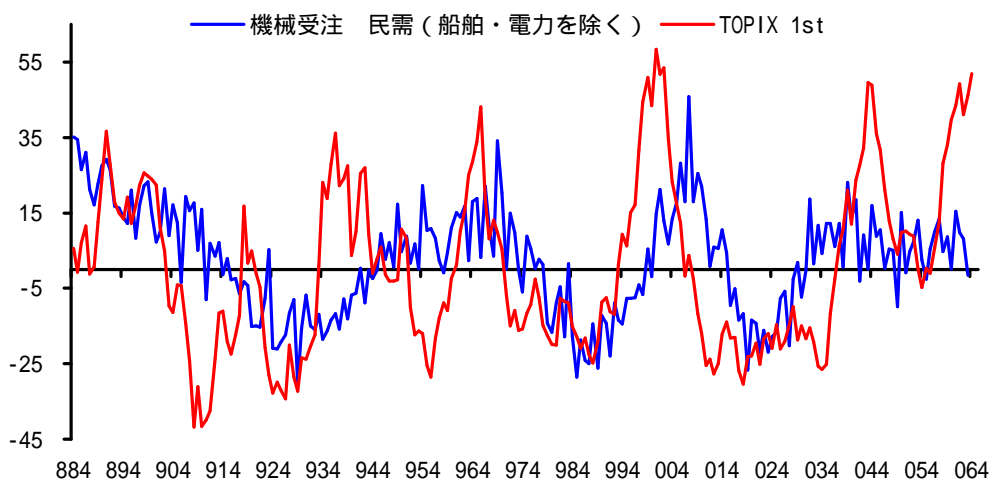
不動産価格が下落することになれば、CPIは低下することになるだろう。

CPIが安定していること、住宅ブームが終わりつつあること、などから米国がインフレに向かうリスクは低い。FRBがインフレリスクの芽を摘むためという理由で、利上げに動いたとしても、長期金利は逆に低下するだろう。米国の物価に神経質になることはない。実体経済だけでなく、為替相場からもドル上昇を期待でき、米国債券は買いのタイミングではないだろうか。

株式下落、投機的自信の萎え

日経平均株価は2週連続の大幅安となり、18日には4月7日の高値から約1,500円下げた。外人は5月第2週まで2週連続で買い越したが、買い越し金額は縮小しており、株価のさらなる上昇には懐疑的になってきている。すでに、これまでの急騰で今期の増益まで織り込んでしまったように思う。予想株価収益率は20倍を超え、米S&P500の17倍などに比べて割高である。先週末で06年3月期の業績がほぼ出揃ったが、今期の当期純利益予想は2桁増には届かないだろう。株価が回復するには収益拡大見通しをたてることのできるような経済の拡大が必要だ。個人の信用買い残が12日時点、5.77兆円と高水準の状態を維持していることも株式市場の重しになっている。

機械受注と株価（前年比）



出所：内閣府

3月末のネット口座数が1000万口座を突破した。1年前に比べると約300万口座増、2年前の約2倍の規模に拡大した。異常な増え方である。口座数の急増に伴いネット株取引の株式売買代金は03年度、04年度の412兆円、511兆円から05年度には893兆円に増大し、全会員の株式委託取引の約3割を占めるまでになった。ゼロ金利、手数料の安さ、証券税制の優遇措置等、個人がネット取引にのめり込んでいける条件が国によって整備されたからだ。

株式市場の魅力を高め、個人を超短期売買に誘い込んだ。企業のことを分かろうともせず、値動きだけで売買を繰り返していれば、下げの過程でも同一方向の注文が殺到することは想像に難くない。日本人の集団気質が一方通行に拍車を掛けることになり、实体经济から掛け離れた水準まで株価を押し下げるだろう。投機的な自信を持ってなくなっただけで、株式の崩壊は起こることを肝に銘じるべきである。

03年4月の大底からすでに3年以上上げており、ゼロ金利政策に加えて、株価の上昇が資金調達力を高め、企業の設備投資意欲をいっそう刺激した。だが、1 - 3月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前年比3.8%と2四半期連続で低下し、GDPに寄与していた設備投資にも陰りが窺える。実績を見通しで除した「達成率」も2四半期連続で100%を下回ったほか、4 - 6月期の受注の伸び率はさらに低下する見通しであり、長期間続いた株式と設備投資の好循環が途絶えそうである。