

# The Weekly Market Letter.

曾我純 週刊マーケットレター

週刊マーケットレター(03年3月7日週号)

## 週刊マーケットレター (03年3月7日週号)

2003年3月9日

曾我 純

### 主要マーケット指標

為替レート	3月7日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	117.05(118.10)	120.25	123.55
ドルユーロ	1.1005(1.0810)	1.0820	1.0100
ドルポンド	1.6035(1.5735)	1.6315	1.5755
スイスフランドル	1.3350(1.3530)	1.3535	1.4605
<b>短期金利(3ヵ月)</b>			
日本	0.05563(0.05938)	0.06000	0.06563
米国	1.31469(1.34000)	1.35000	1.42000
ユーロ	2.52288(2.53038)	2.78875	2.91294
スイス	0.30667(0.57167)	0.60000	0.70833
<b>長期金利(10年債)</b>			
日本	0.750(0.780)	0.840	1.020
米国	3.64(3.69)	3.92	4.08
英国	4.06(4.17)	4.21	4.58
ドイツ	3.84(3.89)	3.99	4.41
<b>株 式</b>			
日経平均株価	8144.12(8363.04)	8448.16	8863.26
TOPIX	796.17(818.73)	842.69	860.65
NYダウ	7740.03(7891.08)	7864.23	8645.77
S&P	828.89(841.15)	829.69	912.23
ナスダック	1305.29(1337.52)	1282.47	1422.44
FTSE100(英)	3491.6(3655.6)	3599.2	4013.5
DAX(独)	2431.66(2547.05)	2586.09	3207.53
<b>商品市況(先物)</b>			
CRB指数	247.23(247.25)	249.12	231.26
原油(WTI、ドル/バレル)	37.78(36.60)	35.12	26.93
金(ドル/トロイオンス)	350.8(350.2)	369.9	326.3

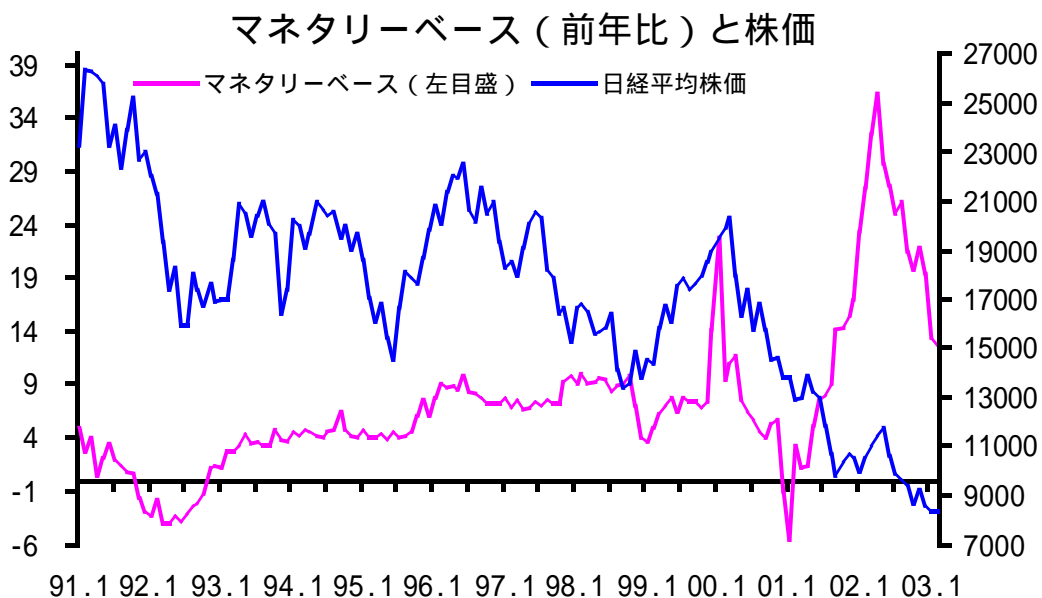
### 量的緩和剥げ、2月のマネタリーベースの伸び鈍化

3月4日、2月のマネタリーベース（MB）が発表されたが、前年比12.6%と3ヵ月連続で鈍化した。ピークである昨年4月に比べると、伸び率は3分の一に低下した。01年12に、日銀は日銀当座預金残高を10～15兆円程度に拡大したことから、MBの伸びは高くなり、02年4月には36.3%に急伸した。昨年10月から日銀当座預金残高を15～20兆円へとさらに増やし、昨年12月以降、日銀当座預金は上限に張り付いている。が、量的緩和の効果は一巡しつつあり、日銀当座預金が現状の規模にとどまるならば、MBの伸びは低下していくことになるだろう。

### マネタリーベースが株価下落に追い討ち

従来、MBが伸びているときには、株価もそれなりに反応していたが、01年以降はMBが増大しても株価は下落していった。昨年4月をピークにMBが低下する同時に、株価の下げは大きくなり、MBの伸び率鈍化と株価下落の関係は依然強い。

3月7日には、日経平均株価はバブル後の安値を更新し、20年前の水準に下落した。こうした状況下で、MBの伸びがさらに低下していけば、日銀は銀行の保有株を積極的に購入している半面、金融面では株価に追い討ちをかけることになる。MBの伸び率低下は、銀行を苦境に追い込むだけでなく、日銀自身も株式含み損の拡大という痛手を受けることになるのだ。因みに、7日の日銀株価は45,600円と下げ止まらず、最高値から実に94%下落し、銀行株指数の同90.6%減を上回っている。日銀の株価下落と資産の膨張はいつまで続くのであろうか。資産バブルの行く末が恐ろしい。



出所：日銀

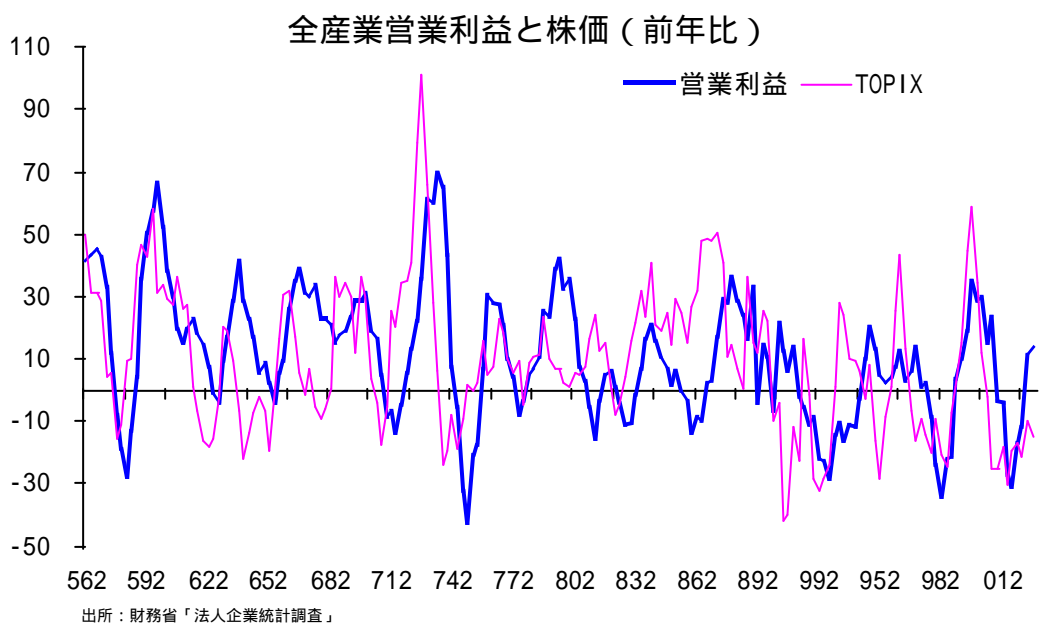
### 量的緩和は国債消化の手段

伸び率が鈍化しているとはいえ、2月のMBIは93.0兆円であった。これだけ大量のカネが日銀から銀行に流れているにもかかわらず、銀行の貸出は前年を割れた状態が続いている。銀行が不良債権の償却や債務免除等で食い潰してしまい、銀行から非銀行部門にカネは流れていっていない。100兆円を超える焦げ付きを抱えている状態では、この程度のカネでは信用の回復に繋がらないのである。

量的緩和は世間にお金ジャブジャブの状態を連想させるが、これはあくまでも銀行内でのこと。非銀行部門は量的緩和と無縁である。日銀と銀行のあいだで国債と日銀券のやり取りをしているにすぎない。非銀行部門にとってみれば量的緩和はなにの意味もない。量的緩和は国債の発行を持続可能にする単なる仕組みだ。日銀の量的緩和は日本経済のデフレ脱却に寄与しているように受け取られているが、何の事はない国債消化の片棒を担いでいるだけのことなのである。

### 利益は昨年10-12月期がピークに

日本株はバブル後の最安値を更新したが、「緊迫のイラク情勢」、「日興ソロモン・ミス・バニー証券の不正取引報道」等が引き金となり、「日本経済の状況が必ずしも適切に反映されていない」（竹中平蔵経済財政・金融担当相）といった報道が目立つ。なかには「今が底値圏」といった見方もあるようだが、株価変動の主因である利益に注目すると、「今が底値圏」などと脳天気なことがいえる状況ではないことがわかる。株式は引き続き「買い」ではなく、「売り」ポジションをとるべきだ。



3月5日発表の「法人企業統計」（財務省）によると、昨年10-12月期の全産業営業利益は前年比14.2%増と2四半期連続のプラスとなった。売上高は5.0%減と6四半期連続の減収だが、人件費を過去最大の6.7%削減したことにより、粗利益率と販管費比率が改善したからだ。人件費が前年同期並みであれば、大幅な減益だ。リストラにより人員を大幅に削減し、人件費を減らすことができた。だが、人件費の削減は売上減となり、利益をだすために、さらに人件費を削るという悪循環に陥り、本格的な利益の回復にはならない。

規模別では、中堅企業（資本金1億円以上10億円未満）、大企業（10億円以上）の営業利益は大幅増益となったが、大企業の値引き要請などで、中小企業（1億円未満）は19.8%減とマイナス幅は拡大した。

大企業の営業利益は前年比35.3%増加し、4四半期連続で改善した。伸び率は過去のピークにほぼ達し、今年1-3月期以降は鈍化する見通しだ。大企業でも不良資産を多く保有している非製造業は2.7%増とすでに失速しているが、製造業は97.9%と過去最高の増益率となり、これ以上の伸びは期待できない。

株価は将来の利益が伸びそうな状況になれば上昇するが、まもなくピークを付け低下する兆しがみえれば下落するはずである。昨年10-12月期に、利益がピークアウトした確率の高いデータが明らかになったのであるから、株価がいままで下げ渋っていたことのほうが異常だ。米国経済やイラク情勢といった外部要因も影響しているが、基本的には実体経済とのズレがあり、株価が実体経済に近づいている過程なのである。

### 米国資産の引き上げ

今週も世界的に株は売られ、債券が買われる流れは続くであろう。円は対ドルで一時116円台に上昇したほか、ユーロも1.1ドル台へと大幅に上昇したが、景気が停滞したままの米国にとっては、ドル安を容認せざるを得ないのではないか。

6日、欧州中央銀行は市場介入金利を0.25%引き下げたが、米国の金利低下期待の高まりを背景に、ユーロは上昇力を強めた。金利の先安感だけでなく、欧州株式急落による欧州機関投資家の米国資産引き上げなども、ユーロ高の要因と考えられる。

米財務省等の調査によると、米国株式や債券等の有価証券の外人保有額は90年代に急増し、2000年3月末には3.55兆ドルと89年の4.2倍に拡大した。2001年末には4.07兆円に増加したと報告されているが、『Flow of Funds』に基づけば、02年末の外人保有は4.25兆ドルに達したと推計できる。2000年3月末の外人所有比率は10.2%と94年比2ポイントの上昇だ。

2000年3月末の3.55兆ドルのうち、欧州が45.3%の1.61兆ドルを保有しており、欧州保有比率は4.6%と長期的に3%程度で安定していた比率よりも高くなった。欧州が米国証券の比率を3%に落とすことになれば、5千億ドルを超える米国の株式・債券が売られるこ

とになる。おそらく、欧州の機関投資家は、米国資産のウエイトを徐々に引き下げるとい  
うポートフォリオの組替えを行っているのだろう。