

# Market Watching

市場レポート

テーマ: Weekly Market Report (2005年3月21日 ~ )  
 ~ F O M C 声明文変更なし + 原油調整が株価上昇の条件 ~

発表日: 2005年3月22日 (火)

(No.MW - 64)

第一生命経済研究所 経済調査部  
 担当 鷹峰 義清 (03-5221-4521)

## 今週のスケジュール

日本では、23日(水)に通関統計(2月)、公示地価(2005年1月1日)、24日(木)に第3次産業活動指数(1月)、法人企業景気予測調査(1~3月期)、25日(金)に消費者物価(3月東京2月全国)などが発表される。また、24日(木)に2年債入札が行われる。

米国では、22日(火)に生産者物価(2月)、23日(水)に消費者物価(2月)、24日(木)に耐久財受注(2月)、新築住宅販売(2月)などが発表される。また、22日(火)にF O M C が開催される。

欧州では、22日(火)に英消費者物価(2月)、23日(水)に独 i f o 景況指数(3月)、24日(木)に独消費者物価(3月:州別には23日から)などが発表される。

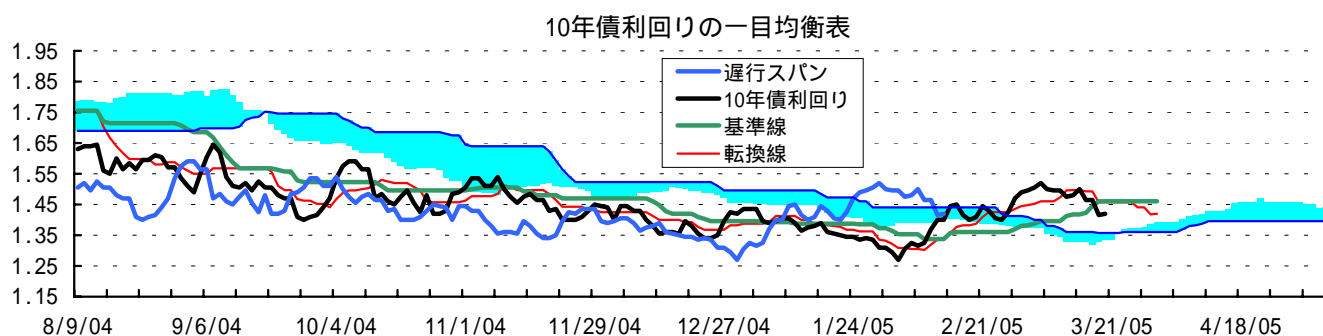
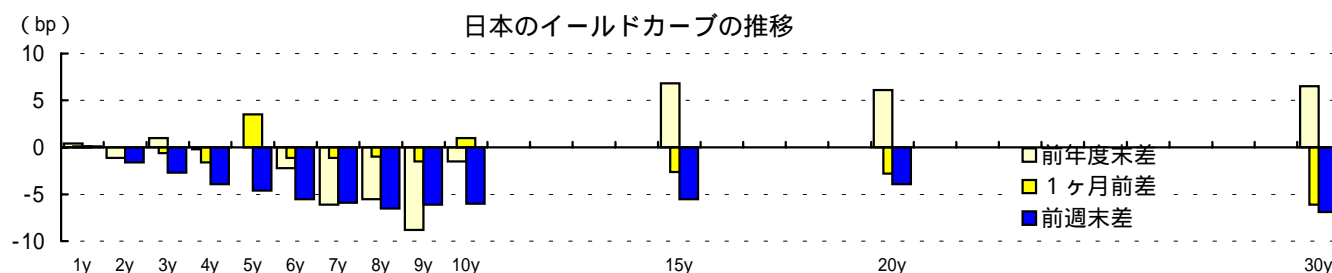
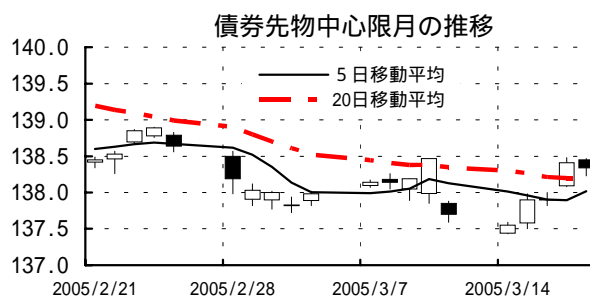
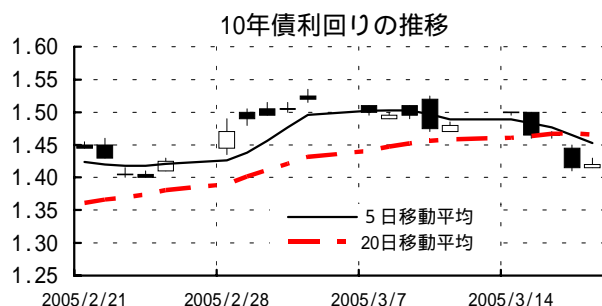
## 今週の注目点

今週は米国でF O M C が開催されるが、引き続き+25bpの利上げが行われるとの見方で市場は一致している。したがって、注目点は声明文となる。原油価格が史上最高値を更新する形で上昇していることに絡んで何らかの言及があるものと予想されるが、それが需要抑制に主眼を置くのか、物価上昇に主眼を置くのかによって、市場の反応は大きく変わってくる。需要が強い、あるいは強まってくると見なすのであれば、先行きインフレ率が加速するリスクに対処するのが中央銀行の役割だろう。したがって、利上げペースは今後加速する可能性が出てくる。この場合、長期金利の大幅な上昇が見込まれる。これまでは、中立的な水準(F F 金利で4%前後と判断される)にまで利上げをした後は様子見、というのが市場のコンセンサスであったと思われる。しかし、インフレ抑制姿勢を打ち出すのであれば、F F 金利の引き上げがどの程度まで行われるか不透明になる。したがって、長期金利の上昇メドはつきにくくなる。そしてその後も、景気回復を示唆するような経済指標には敏感に反応すると予想される。株価は、需要がより強まってくると自体はポジティブ要因となるものの、金利の上昇がネガティブ要因となる。両者の綱引きは、過去のパターンを踏襲する形で、ネガティブ要因が勝ると考えられる。つまり、株価は調整局面入りする可能性が大きくなっていく。

一方、エネルギー価格の上昇によって需要全体が沈むリスクがどちらかと言えば強いとF e d が匂わすようであれば、金利の低下要因となる。利上げ打ち止め観測なども高まると予想される。そのため、長期金利は低下し、イールドカーブのフラット化が進もう。ただし、この場合も株価は過去のイールドカーブフラット時と同様、冴えない展開が予想される。業績見通しなど、下方修正を迫られる必要が出てくるからだ。

F e d が声明文にどのような内容を織り込むのか予測することは難しいが、現段階でインフレ加速を示唆するような指標も、景気の減速を示唆するような指標も見当たらないことから、これまで通りの内容になる可能性が最も大きいと判断される。この場合、金利にとっても株価にとっても中立要因となる。その後は、原油価格がどのような展開を辿るのかにかかってくることとなる。筆者は、原油需給が中長期的に逼迫傾向にあることから、高水準での推移が続くと予想しているものの、さすがに今の水準は行き過ぎであると考えている。ガソリンの在庫率水準は決して高い水準ではないものの、上昇トレンドにあり、昨年水準を上回っているからである。したがって、近いうちに行き過ぎの修正があると予想される。

[国内金利]：積極的な売買は控えられよう

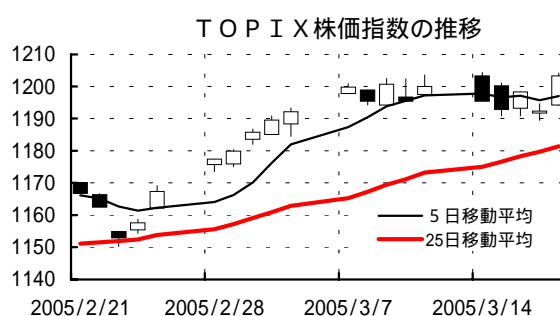
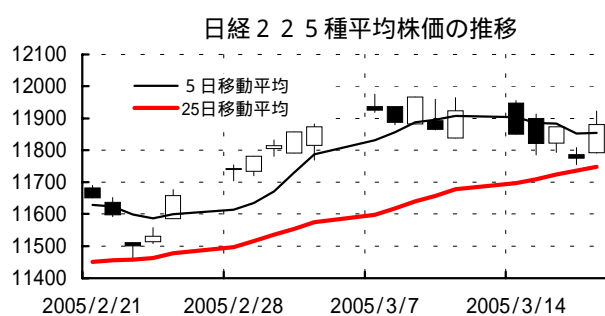
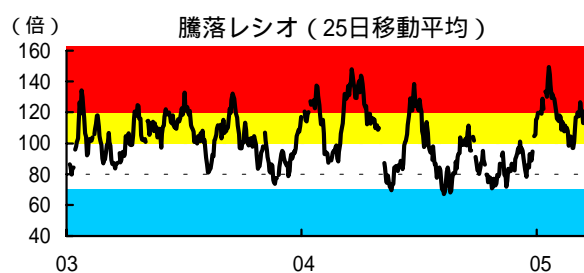
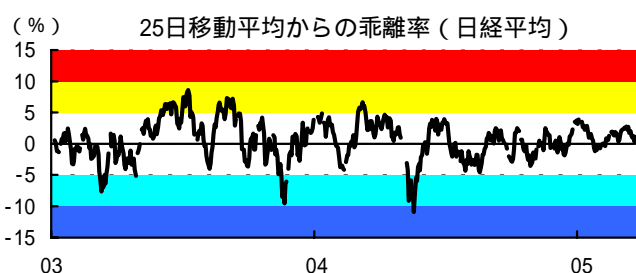
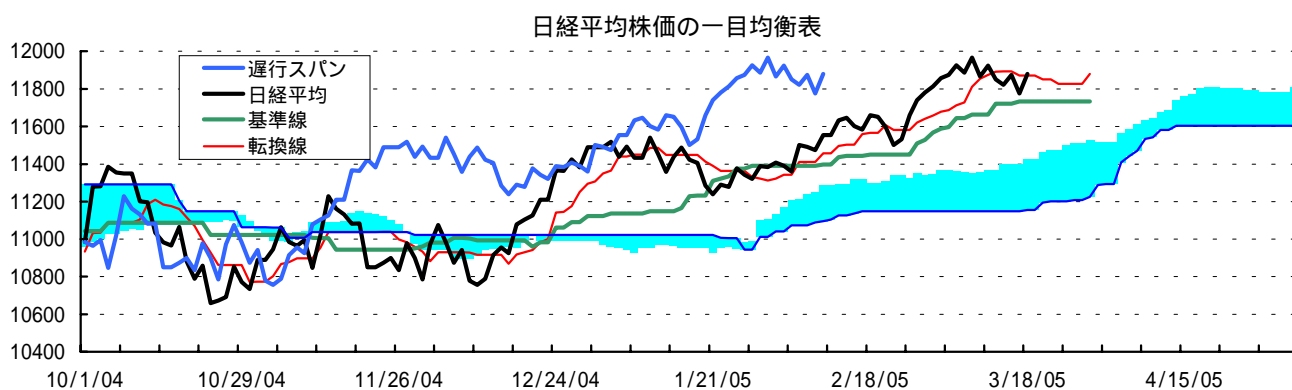


先週は、10年債利回りは前週末比 6.0bpの1.42%で越週した。株価が軟調な推移となる中、20年債入札が好調な結果となったことから買いに弾みがついた。

今週は、注目度の高い経済指標の発表がないことに加え、年度末を前にしていることもあり、積極的な売買は手控えられよう。こうした中で、株価動向と米FOMCが変動要因として挙げられる。日経平均株価が1万2千円を超えてくれば、10年債利回りも1.5%台定着を目指す展開も予想される。FOMCは波乱は見込み難いが、声明文と米金利の反応に注目。1.4%割れの可能性は否定できないが、短期間に終わると予想。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

[国内株式]：1万2千円台乗せの条件は原油安



先週は、株価は前週末比ほぼ横ばい。日経平均は前週末比 0.4%の11,879.81円、TOPIXは同+0.3%の1,203.26ポイントで越週した。原油価格の高値更新や米国株の下落を受けて軟調な展開が続いたものの、週末には期末要因の一巡や外国人投資家の買いが膨らんだことが確認されたことなどから、買いが入った。

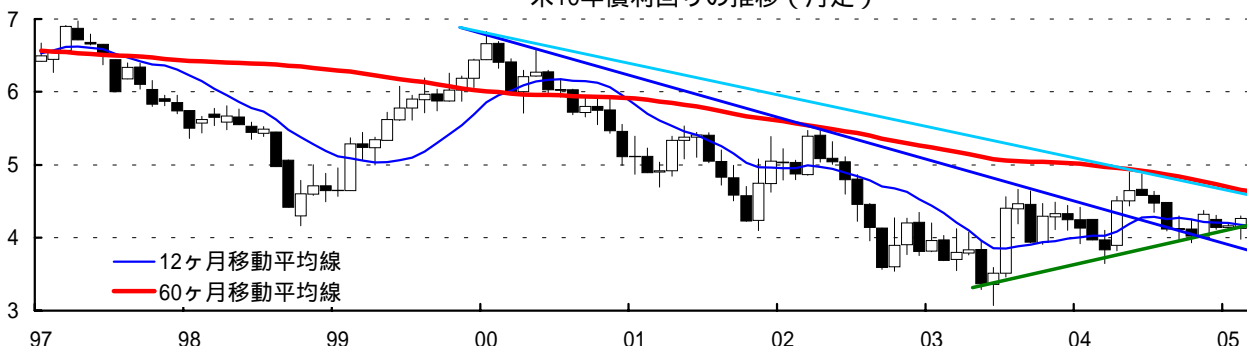
今週は、引き続き原油価格や米国株睨みの展開となろうが、需給改善期待と先行き景気回復期待など株価押し上げ要因もあり、底堅く推移するものと予想される。特に、原油価格の動向次第では、日経平均の1万2千円台乗せが期待される。

[米国金利] : F O M C 声明文は要注意

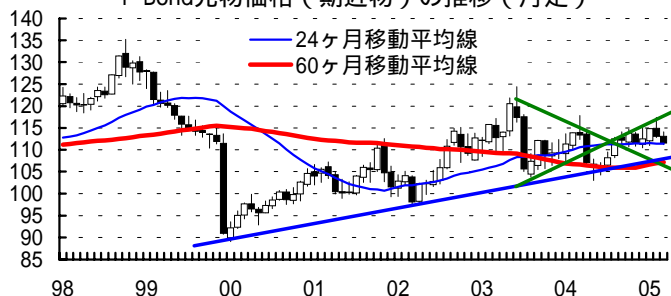
米10年債利回りの推移 (週足)



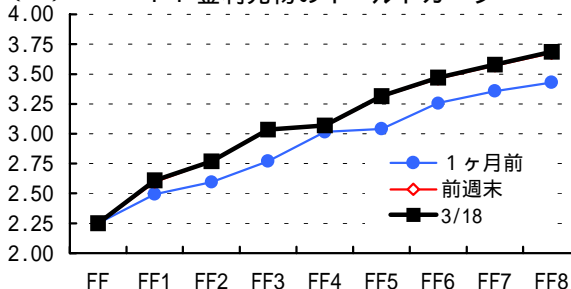
米10年債利回りの推移 (月足)



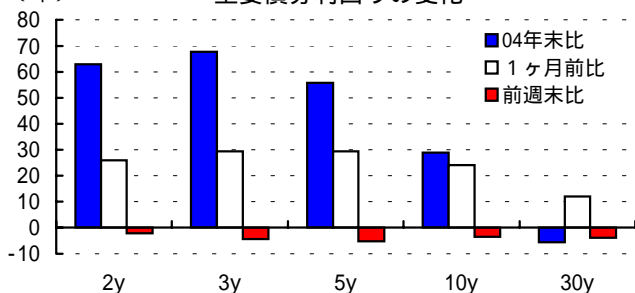
T-Bond先物価格 (期近物) の推移 (月足)



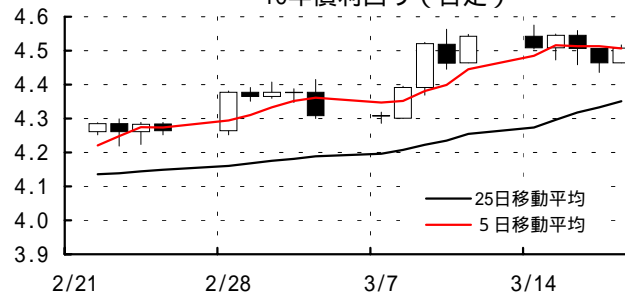
F F 金利先物のイールドカーブ



主要債券利回りの変化



10年債利回り (日足)

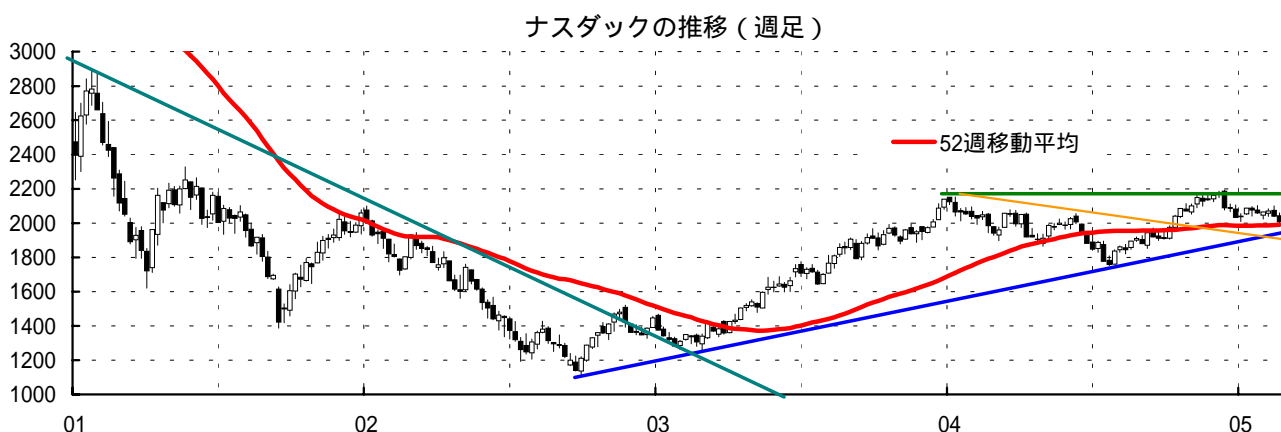
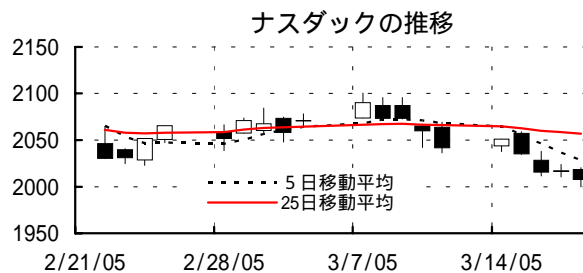
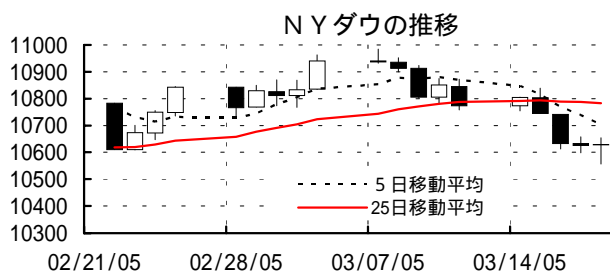


先週は、10年債利回りは前週末比 3.5bpの4.507%と、前週末比小幅低下した。株価の下落や一部新興市場からの流出資金が米債市場に流入するとの見方などが、債券の買い要因（金利の低下要因）となった。

今週は、F O M C は小幅利上げ継続がコンセンサスで波乱も見込み難いものの、声明文では最近の原油価格の一段高などを受けて何らかの変化が出てくる可能性がある。このほか、経済指標も物価統計や耐久財受注などが注目される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

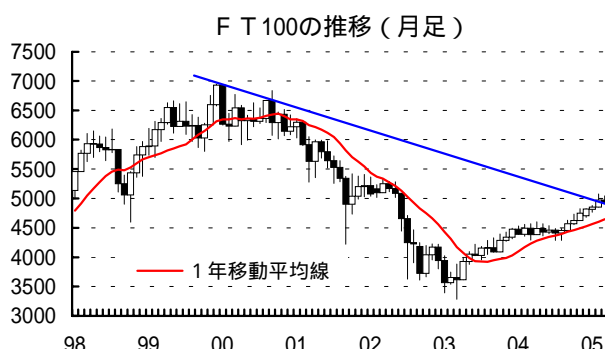
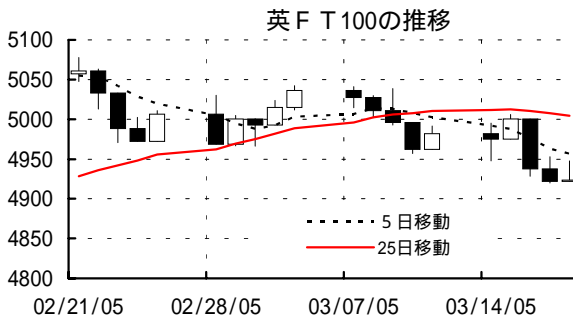
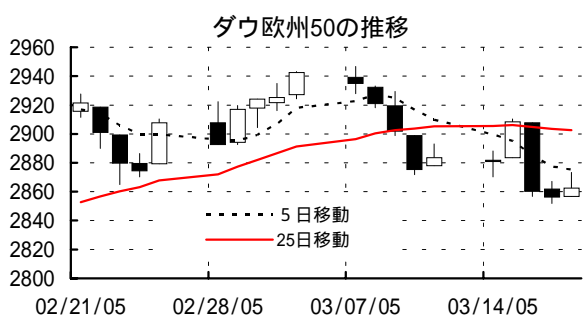
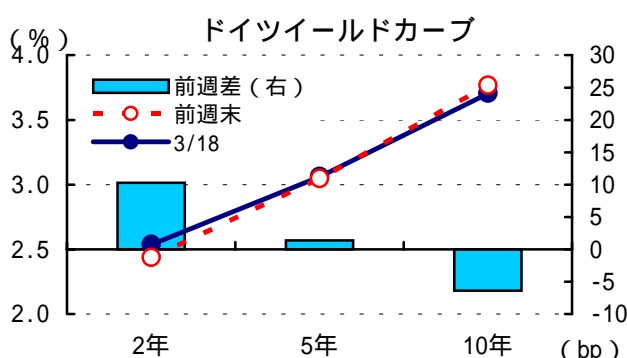
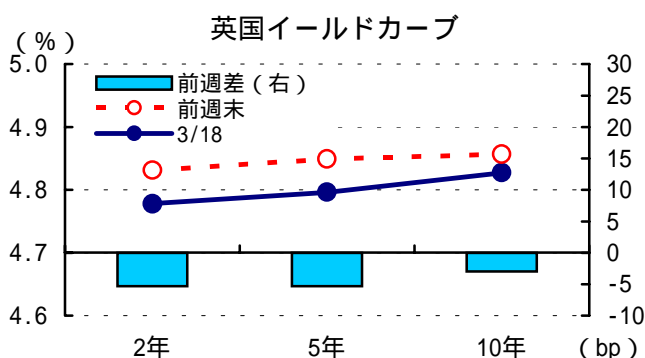
[ 米国株式 ] : F O M C、原油市況次第だが、下値余地は乏しくなりつつある



先週は、株価は下落。NYダウは前週末比 1.3%、ナスダックも同 1.7%となった。原油価格の上昇に加え、炭疽菌騒動、GMの大幅赤字決算見通しなどが株価下落に繋がった。ただし、週後半は新たな下落材料が乏しくなったこともあり、下げ渋っている。

今週は、F O M C 声明文が最大の焦点。原油高の影響などを勘案して先行き利上げに対して何らかの条件が付くような内容となれば、株価にはポジティブ材料。このほか、原油価格の動向も、そのまま素直に株式市場に反映されよう。1～3月期業績見通しの修正に伴い、個別銘柄での動きにも要注意。チャートのにはNYダウ、ナスダックとも下落余地は乏しくなっている。

[ 欧州金利・株式 ] : 独 C P I に注目

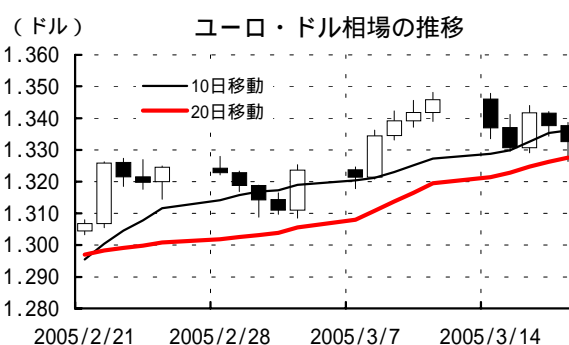
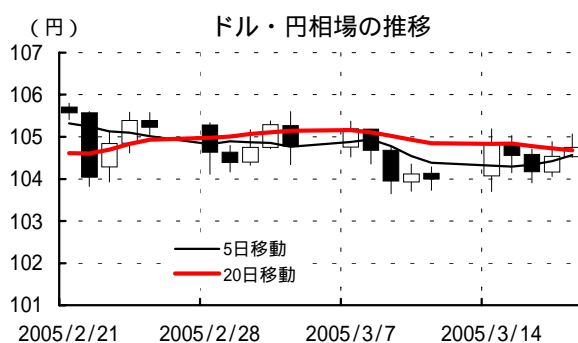
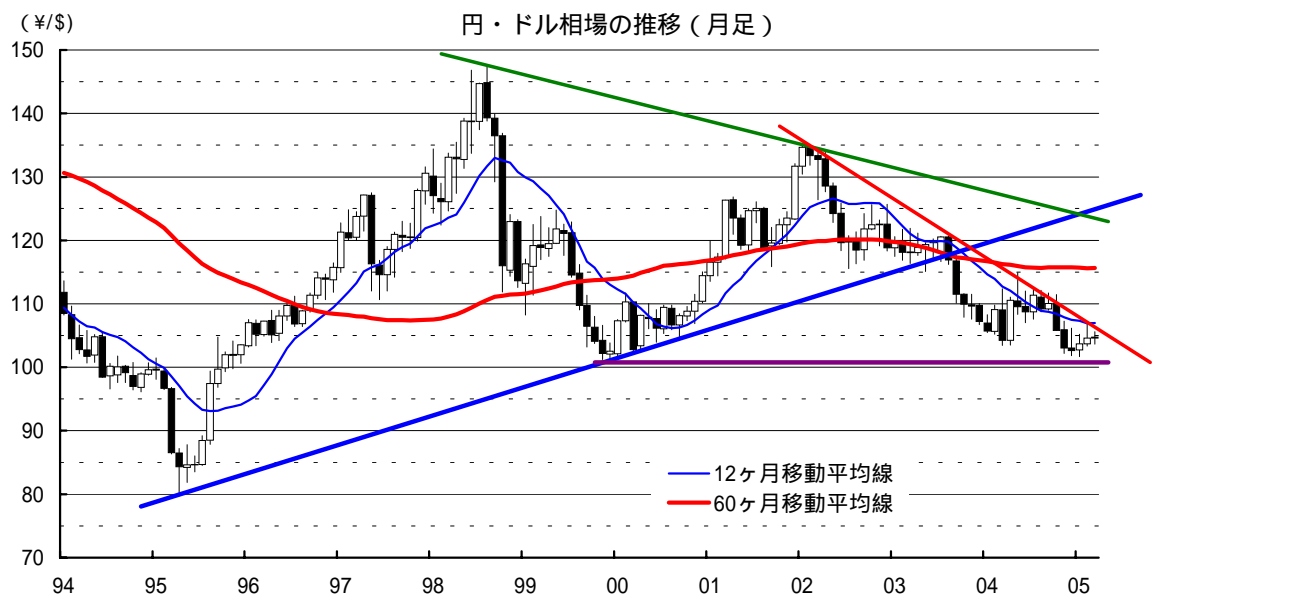


先週は、株は下落、金利は低下となった。債券は、原油価格の上昇や社債の下落などを受けて、国債の投資妙味が増す格好となった。

今週は、引き続き商品市況の動向が注目される。このほか、独 i f o 景況指数や、独 C P I の動向も注目される。特に C P I が高めとなった場合には、原油高の景気への悪影響懸念にかかわらず、E C B による利上げ観測が高まり、株価下落・金利上昇に繋がる可能性がある。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

[ 外国為替 ] : 米利上げ姿勢に変化なしならドルサポート



先週は、ドルが堅調に推移した。原油価格は最高値を更新するなど上昇基調が続いたが、新興市場の一部株価や通貨が下落したことに伴い、米国へ資金が流入した。

今週は、FOMC声明文がどのような内容になるかが注目される。利上げ継続姿勢に変化無いと見られれば、ドルのサポート材料。ただし、ドル円相場は02年以降の円高の流れ継続で、ドルの上値は切り下がっている。円安ドル高には、ファンダメンタルズ面でのドル押し上げ材料の確認が必要となる。