

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(2004年 2 月 2 日週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年2月2日週号）

2004年2月1日

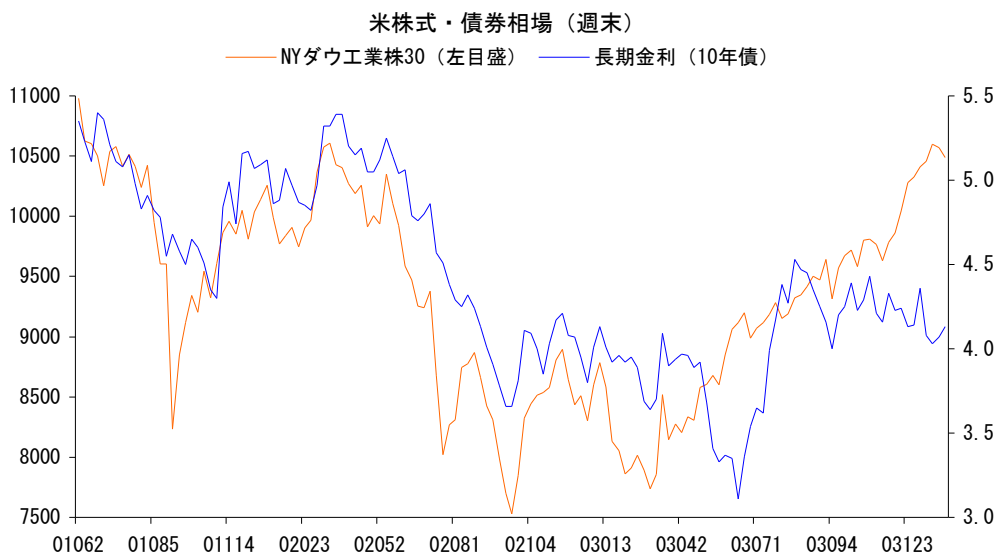
曾我 純

■主要マーケット指標

| 為替レート | 1月30日（前週） | 1ヵ月前 | 3ヵ月前 |
|----------------|---------------------|----------|----------|
| 円ドル | 105.75 (106.75) | 107.30 | 109.95 |
| ドルユーロ | 1.2465 (1.2585) | 1.2590 | 1.1590 |
| ドルポンド | 1.8250 (1.8265) | 1.7860 | 1.6935 |
| スイスフランドル | 1.2570 (1.2425) | 1.2400 | 1.3415 |
| 短期金利（3ヵ月） | | | |
| 日本 | 0.05250 (0.05250) | 0.06125 | 0.05625 |
| 米国 | 1.13000 (1.12000) | 1.15188 | 1.16938 |
| ユーロ | 2.09288 (2.07038) | 2.12300 | 2.16013 |
| スイス | 0.24667 (0.23000) | 0.26000 | 0.24917 |
| 長期金利（10年債） | | | |
| 日本 | 1.320 (1.330) | 1.360 | 1.465 |
| 米国 | 4.13 (4.07) | 4.25 | 4.29 |
| 英国 | 4.88 (4.73) | 4.76 | 5.01 |
| ドイツ | 4.23 (4.13) | 4.30 | 4.31 |
| 株 式 | | | |
| 日経平均株価 | 10783.61 (11069.01) | 10676.64 | 10559.59 |
| TOPIX | 1047.51 (1076.93) | 1043.69 | 1043.36 |
| NYダウ | 10488.07 (10568.29) | 10453.92 | 9801.12 |
| S&P | 1131.13 (1141.55) | 1111.92 | 1050.71 |
| ナスダック | 2066.15 (2123.87) | 2003.37 | 1932.21 |
| FTSE100（英） | 4390.7 (4460.8) | 4476.9 | 4287.6 |
| DAX（独） | 4058.60 (4151.83) | 3965.16 | 3655.99 |
| 商品市況（先物） | | | |
| CRB指数 | 262.57 (268.26) | 255.29 | 247.58 |
| 原油（WTI、ドル/バレル） | 33.05 (34.94) | 32.52 | 29.11 |
| 金（ドル/トロイオンス） | 402.2 (407.9) | 415.7 | 384.5 |

■ FRB、独立性をアピール

先週、FRB（米連邦準備理事会）がFOMC（連邦公開市場委員会）終了後に公表した声明文に前回まで記述されていた「かなりの期間」という文言が削除されていたため、28日の米株式・債券相場は大きく崩れ、ドルは買われた。物価安定や低設備稼働率が続いていることから、FRBは前回同様、超低金利を「かなりの期間」維持するとだれもが考えていた。だが、FRBは「かなりの期間」を削除し、場合によっては政策金利であるFFレート（日本のコールレートに当る）を引き上げるかもしれないというシグナルを市場に送った。ただ、声明文



には「景気を下支えするための政策を取りやめるかどうかに当って忍耐強くなりうる」との文言を挿入し、政策金利の引き上げには依然慎重な姿勢を取りつつけている。

大統領選挙を控え、FRBには政治的な制約が強まっていくが、1月の早い段階で金融政策の自由度を確保しておきたかったのであろう。大統領選挙が近づくにつれて、金融政策の変更を露骨に表明することは難しくなるからだ。今後、景気拡大を示す経済指標が発表されることになれば、いつまでも超低金利を維持することはできず、景気の過熱をあらわす指標の出現には金利を引き上げるというポーズをとった。実際に、大統領選挙前にFRBが金利を引き上げることはないであろう。一応、FRBは独立性をアピールしておきたかったのではないだろうか。

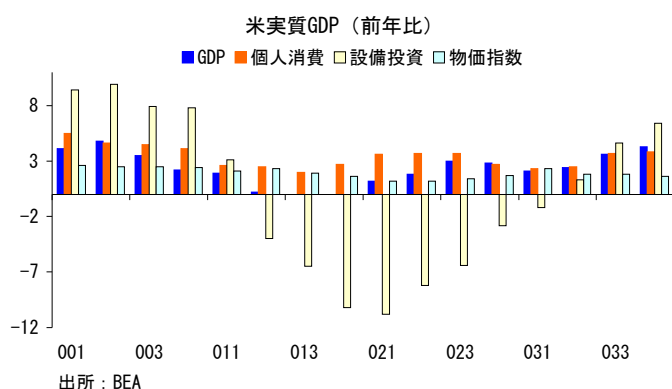
米国景気の拡大は超低金利に支えられている部分が多い。住宅着工件数は年率200万戸を超え、自動車販売が底堅いのは低金利のおかげだ。なかでも米株式相場は低金利によって上昇している部分が多く、80年代後半の低金利政策によって、株式バブルが膨らんだ日本に似た動きをしている。ITバブルをどうにか乗りきったが、またバブルに巻き込まれようとしている。株式バブルの芽を早目に摘み取っておきたいところだが、いまFRBは金利を引き上げて株価を崩すことはできず、今回のような中途半端なシグナルを送るのが精一杯の仕種と受け取れる。

■ 米金融政策の現状維持を裏づける GDP 統計

昨年10-12月期の米実質GDPは前期比年率+4.0%と前期の+8.2%から大幅に鈍化した。個人消費が+2.6%（前期+6.9%）に低下したほか、設備投資も+6.9（前期+12.8%）に落ちた。前期は減税効果によりGDPの7割を占める個人消費が耐久財を中心に急増したが、10-12月期は減税効果が薄れ、耐久財が微増にとどまっている。住宅は鈍化したものの、10.6%

増加し、住宅の GDP 構成比は 5.0%と低い、GDP を 0.5%引き上げた。設備投資の寄与度は 0.7%だが、その大半は IT 関連である。

10-12 月期の実質 GDP は前年比 4.3%と 3 四半期連続で拡大し、00 年 4 - 6 月期 (4.8%) 以来の高い伸びとなった。00 年 4 - 6 月期は IT バブルの盛りであり、90 年代以降では最高である。この水準に近づいていることは、今後、成長の伸びそれほど期待できないかもしれない。



経済成長率は高まっているが、物価指数は前年比 1.6%増と前期よりも 0.2 ポイント低下した。なかでも個人消費支出物価指数は 1.4%増と 3 四半期連続で低下し、物価は一段の落ち着きをみせている。経済成長率が上限に達しながら、物価の上昇率が低下する状況では、FRB は金利を

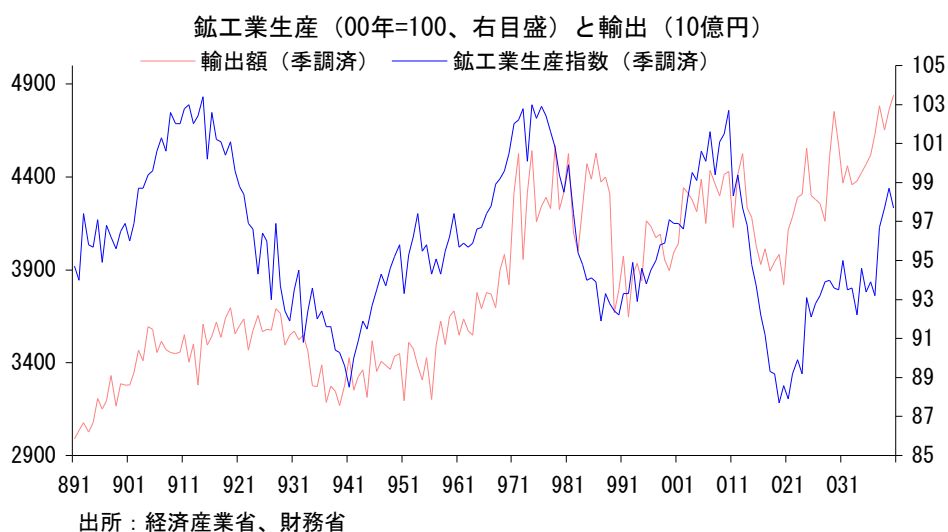
引き上げることはできないであろう。

28 日、FRB の声明文発表後、株式・債券相場は下落したが、その後、落ち着きを取り戻しているのは、市場関係者が GDP 統計等から金利を引上げる理由は見当たらないと判断したからだ。それでも、米国の金融政策変更の兆しは世界の株式・債券市場に多大な影響を及ぼすことが、今回の FRB 声明で明らかになった。欧州の債券利回りは上昇し、株式は値下がり余儀なくされた。米国株式の調整は日本にも波及し、東証株価指数は 30 日まで 5 連続安となった。FRB がいつ金融政策を変更するかが、株式・債券・為替相場を決める鍵を握っているといえる。

■ 外需で持つ日本経済

12 月の完全失業率は前月比 0.3 ポイント改善の 4.9%と 01 年 6 月以来の 5%割れとなった。医療・福祉、教育・学習支援業などの非農林雇用者が増加したことが失業率の改善につながった。業績が回復している製造業雇用者は引き続き前年を下回っている。就職を諦め労働力人口が減少していることも失業率の低下要因だ。昨年の就業者数は 6,316 万人と 97 年をピークに 6 年連続で減少し、6 年間で就業者数は 248 万人減少した。そのうち雇用者 56 万人、家族従業者 80 万人、自営業主 112 万人と小規模経営の従業員が失職した。小泉首相は構造改革を唱えることで、現状からうまく国民の目をそらしているが、零細企業を潰し続け、いつまでも泥沼から抜け出せない状況を作り出しているのが小泉内閣の実態なのである。

12 月の勤労者世帯の消費支出は前年比 0.7%増と 4 ヶ月ぶりのプラスになったが、可処分所得は 3.6%減と大幅なマイナスだ。世帯主 (男) の定期収入、臨時収入・賞与ともに前年



を下回り、社会保険料の増大が響いた。03年の実収入と消費支出は2.6%、1.5%それぞれ減少し、マイナス幅はいずれも拡大した。1月の東京都都区部消費者物価指数は前年比-0.6%、生鮮食品を除くも-0.3%といずれもマイナス幅は拡大し、デフレは厳しさを増している。

米国経済の拡大によって輸出は好調であり、12月の数量指数は前年比12.6%増と昨年2月以来の2桁増となった。対米は微減だが、欧州およびアジア向けが好調である。輸出の拡大により12月の鉱工業生産指数は前年比5.7%と1月以来の高い伸びとなった。昨年夏には前年を割れていたが、再び盛り返してきた。鉱工業生産を引き上げているのは電子部品・デバイスと一般機械であり、両部門の12月の伸びに対する寄与度は5.2%と高い。一般機械の主力は半導体製造装置であることから、世界の半導体需要の行方が鉱工業生産を決定づけているとみていい。