

# The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(04年4月5日週号)

曾我 純

## 週刊マーケットレター（04年4月5日週号）

2004年4月4日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

## 主要マーケット指標

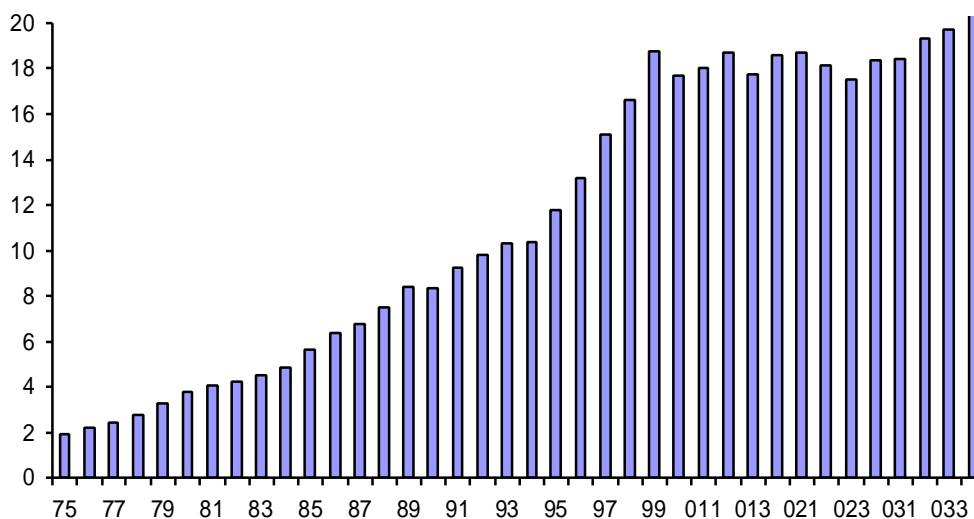
<b>為替レート</b>	4月2日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	104.50(105.95)	110.10	106.95
ドルユーロ	1.2125(1.2125)	1.2215	1.2584
ドルポンド	1.8300(1.8145)	1.8400	1.7930
スイスフランドル	1.2915(1.2850)	1.2950	1.2375
<b>短期金利(3ヵ月)</b>			
日本	0.04875(0.05125)	0.05250	0.06125
米国	1.11000(1.11000)	1.12000	1.15000
ユーロ	2.02625(1.96525)	2.05025	2.11625
スイス	0.25000(0.25000)	0.26000	0.26000
<b>長期金利(10年債)</b>			
日本	1.430(1.400)	1.340	1.400
米国	4.14(3.83)	4.04	4.36
英国	4.88(4.67)	4.77	4.85
ドイツ	4.09(3.88)	4.08	4.32
<b>株 式</b>			
日経平均株価	11815.95(11770.65)	11361.51	10825.17
TOPIX	1184.20(1176.32)	1116.75	1058.99
NY ダウ	10470.59(10212.97)	10591.48	10409.85
S&P	1141.81(1108.06)	1149.10	1108.48
ナスダック	2057.17(1960.02)	2039.65	2006.68
FTSE100(英)	4465.6(4357.5)	4540.1	4510.2
DAX(独)	4007.60(3822.33)	4100.34	4018.50
<b>商品市況(先物)</b>			
CRB 指数	281.49(278.86)	274.84	257.76
原油(WTI、ドル/バレル)	34.39(35.73)	36.66	33.78
金(ドル/トロイオンス)	421.6(422.1)	393.5	424.4

## 苦渋の選択を迫られるFRB

3月の米雇用統計が予想を大きく上回ったため、NY ダウは上昇、債券相場は急落した。非農業部門雇用者数は前月比30.8万人増と2月の4.6万人増から大幅に増え、7ヵ月連続の前月比プラスとなった。製造業は横ばいと改善しなかったが、小売、企業サービス、教育、娯楽等のサービス部門の雇用が拡大した。一方、求職者の増大により、失業率は5.7%と前月よりも0.1ポイント上昇した。労働時間は前月比0.3%減少し、週平均賃金は+0.1%の微増にとどまり、非農業部門雇用者の改善だけが目立つ内容となった。

非農業部門雇用者の拡大が4月以降も続くことになれば、FRBの超低金利政策は早い時期に解除されるという観測から、2日の米債券相場は崩れ、利回りは前日比0.27%上昇の4.14%に急騰した。円ドルレートも104円台へと円安ドル高に振れたが、為替市場は米債券相場のような反応を示さなかった。

米家計の株式・不動産（兆ドル）



出所 Flow of Funds Accounts

注 2000年までは年ベース、2001年以降は四半期ベース

昨年第2四半期以降の高成長が雇用増に結びついてきたと考えられるが、成長を牽引した消費がこのまま高い伸びを維持できるかどうか不透明である。2月の個人消費支出は前年比7.2%と00年6月以来の高い伸びとなり、過去の経験則からこのような高水準の消費が持続すると想定することはできない。3月の消費者信頼感指数は88.3と2ヵ月連続の前月比減となり、消費者マインドも盛り上がり欠ける。

経済成長が高い伸びをみせているなかで、賃金の伸びは低い水準に押さえられており、雇用の改善と減税が消費に寄与している。さらに、低金利の継続により不動産取得意欲が旺盛であり、不動産価格も上昇している。

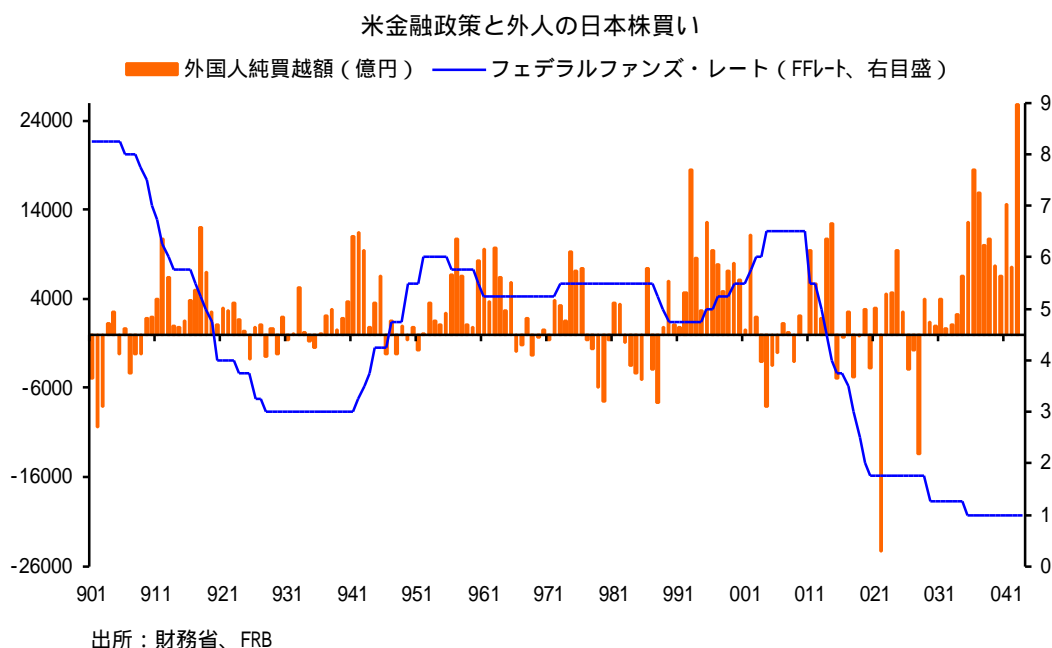
昨年末の家計部門保有の不動産価額は15.1兆ドル、前年比1.4兆ドル増加した。株式価額も1.1兆ドル増の5.7兆ドルに回復し、不動産と株式を合計すれば、資産価値は1年間で2.5兆ドルの大幅増となった。不動産と株式の増加額は03年の可処分所得（8.2兆ドル）の34.1%に当る。昨年末の不動産と株式の価額は20.8兆ドルと過去最高を3四半期連続で更新しており、こうした資産増が消費マインドを刺激しているといえる。

FRBの超低金利政策により、資金は株式や不動産市場に流れ込み、資産価格は实体经济に釣り合わない高い水準に押し上げられつつある。あまり高い水準に上昇すれば、日本のバブル崩壊のように、長期におよぶ経済スランプに陥るかもしれない。雇用統計だけでなく、政治的圧力による低金利継続と資産価格バブルのはざままで、FRBは苦渋に満ちた選択を迫ら

れている。

## 米低金利と日本の株式相場

先週末、日経平均株価は昨年来高値を更新した。米雇用統計の改善により、米株式相場が戻り歩調を強めたことから、シカゴ先物市場では日経平均株価は 12,000 円を超えた。3 月の外人買越額は約 2.6 兆円と過去最高を更新し、株価上昇の原動力となった。日米の超低金利が続く見通しが崩れない限り、外人の日本株への資金流入は続くのかもしれない。



ポイントはFRBがいつ利上げに動くかである。米国の景気の谷である01年11月以降、4回の利下げを行い累計1.5%引き下げた。04年4月で米景気拡大期間は29ヵ月目に入ったが、FRBは歴史的な低金利を続けている。91年3月を谷とする回復過程でも景気回復を確かなものにするために、初期段階では金利が引き下げられ、3%の水準が17ヵ月続いた。利上げは景気の谷から35ヵ月目に実施され、その後は連続的に引き上げられ、13ヵ月後には倍の6%に上昇した。政策金利が上昇する過程で外人の日本株買越額がプラスからマイナスに転じていることがわかる。長期の低金利政策により、外人の日本株買いは記録的水準に達している。異例の金利水準が長期化すればするほど、資産価格をはじめいろいろな矛盾が経済内部に蓄積されることになる。FRBの金利引き上げの一步は、これまでにない衝撃を世界経済におよぼすことになりそうだ。