

# The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

( 04 年 4 月 26 日 週号 )

曾我 純

## 週刊マーケットレター（04年4月26日週号）

2004年4月25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23日（前週）	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	109.05(107.75)	106.75	106.75
ドルユーロ	1.1835(1.1990)	1.2335	1.2585
ドルポンド	1.7725(1.7985)	1.8485	1.8265
スイスフランドル	1.3160(1.2945)	1.2595	1.2425
<b>短期金利（3ヵ月）</b>			
日本	0.04625(0.04713)	0.05125	0.05250
米国	1.17000(1.15000)	1.11000	1.12000
ユーロ	2.05450(2.05288)	2.02138	2.07038
スイス	0.27833(0.28000)	0.24833	0.23000
<b>長期金利（10年債）</b>			
日本	1.500(1.495)	1.330	1.330
米国	4.45(4.34)	3.69	4.07
英国	4.95(4.90)	4.65	4.73
ドイツ	4.18(4.11)	3.88	4.13
<b>株 式</b>			
日経平均株価	12120.66(11824.56)	11281.09	11069.01
TOPIX	1209.62(1196.18)	1132.55	1076.93
NY ダウ	10472.84(10451.97)	10063.64	10568.29
S&P500	1140.60(1134.61)	1093.95	1141.55
ナスダック	2049.77(1995.74)	1901.80	2123.87
FTSE100（英）	4570.0(4537.3)	4313.5	4460.8
DAX（独）	4103.62(4033.98)	3724.82	4151.83
<b>商品市況（先物）</b>			
CRB 指数	270.12(277.52)	284.59	268.26
原油（WTI、ドル/バレル）	36.46(37.74)	37.45	34.94
金（ドル/トロイオンス）	395.1(401.0)	419.8	407.9

## 米国の政策金利、1%継続の見通し

グリーンズパン FRB 議長の証言や強めの経済指標の発表が米株式・債券市場、為替および商品市況を揺さぶった。グリーンズパン議長は利上げとも現状維持ともとれる含みのある言い回しによって、言質を取られないようにしたが、改めて、米金融政策がいつ変更になるのかが、当面の相場を考える上での最大のポイントになることが、市場参加者の胸に刻まれたのではないかと。

「米国経済は力強い回復に入った」にもかかわらず、インフレが高まるような経済情勢

ではないので、グリーンズパン議長は超低金利を続けることが可能だと判断しているようだ。3月の生産者物価指数は食品・エネルギーを除けば、前月比+0.2%にとどまりインフレに結びつくような切迫感はない。3月の耐久財受注は予想を上回る伸びとなったが、前年比では伸び悩んでおり、設備投資が加速するとは考えにくい。昨年10-12月期の名目GDPは前年比6.0%増と成長率は高くなっているが、6.0%を超える高い成長が続くことはないであろう。

連邦公開市場委員会（FOMC開催日 5月4日、6月29~30日、8月10日、9月21日、11月10日、12月14日）が近づくとつれて、市場参加者は利上げについて気を揉むことになり、なかなか安心して株式や債券を買うことはできないのではないかと。今後、実体経済はこれまでの政策効果が出尽くし、成長率はスローダウンする見通しであり、商品市況もピークアウトした模様で、物価の大幅な上昇も起こりにくい。利上げは実体経済よりもバブル化している不動産価格を直撃する可能性が高い。FRBも不動産相場の急落を避けるために、大統領選挙までは現状の金利水準を維持する見通しである。ただ、選挙後には利上げするかもしれない、不動産バブルの破裂によって、選出された政権は厳しい経済運営を迫られることになるだろう。

### 米国の超低金利政策と不動産バブル

超低金利政策は物価安定を損なわず経済成長を促している一方、資金は株式や不動産に流れ、資産価格は膨れつつある。00年2月をピークに下落していた株式市場は、昨年3月を底に盛り返している。ただ、金利はいずれ引き上げられることから、上値の重い値動きを余儀なくされよう。10年物の債券利回りは先週末、4.45%と1ヵ月で76ベースポイント（1bp=1/100%）の大幅上昇となったことも、株式の魅力を削いでいるようだ。

米住宅着工件数は好調に推移しており、不動産価格も上昇している。03年末の米家計の不動産価額は15.1兆ドル、前年比10.2%増加した。過去3年の年率上昇率は11.2%と2000までの10年間の伸び率（年率5.3%）の2倍だ。不動産バブルが発生しS&Lが行詰まった80年代の年率8.4%増を上回る速度で上昇しており、またも不動産バブルが膨れてきた。2000年までの10年間、名目GDPは年率5.4%伸び、不動産価額とほぼ同じ拡大をしたが、03年までの3年間、名目GDPは年率3.8%と低く、不動産価額の伸びは実体経済から掛け離れた動きをしている。

政策金利の引き上げは実体経済にブレーキを掛けることよりも、資産価格を反落させる影響力のほうが大きく、とくにバブルで膨れていればいるほど、資産価格の下がりかたは急激となる。一旦下落しだすと、損失売りが出尽くすまで価格は下がり続けることになり、資産が目減りが実体経済に悪影響を及ぼすことになる。政策金利の引き上げが、経済成長率を下げる程度であれば、過度に心配する必要はないが、資産価格暴落の引き金になる恐れがあるだけに、政策変更は慎重にならざるをえない。

03年末の米不動産価額は27兆ドルと名目GDPの約2.5倍の規模である。10%の下落で2.7

兆ドルの価値が吹き飛ぶ。株式下落の影響も軽視できないが、不動産は株式（15.5兆ドル）の1.7倍超の規模であるだけに、その影響力は大きい。家計だけで15.2兆ドルの不動産を保有しており、不動産価額の増大が消費マインドを好転させてきたが、不動産価額の減価は消費マインドを冷やすことになる。不動産価額の下落が消費を冷やし経済が悪化する。経済の不振は不動産市況をさらに下振れさせるという悪循環も予想され、FRBの金融政策の舵取りはこれまでにない困難に逢着するとみている。

