

週刊マーケットレター(09年11月30日週号、No.302)

2009年11月29日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	11月27日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	86.50(88.90)	91.80	93.50
ドルユーロ	1.4985(1.4865)	1.4800	1.4345
ドルポンド	1.6480(1.6495)	1.6385	1.6280
スイスフランドル	1.0055(1.0175)	1.0215	1.0580
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.30125(0.30438)	0.32438	0.39313
米国	0.25563(0.26219)	0.28063	0.36063
ユーロ	0.68000(0.67313)	0.67875	0.80250
スイス	0.25000(0.25167)	0.26183	0.31667
長期金利(10年債)			
日本	1.245(1.305)	1.405	1.300
米国	3.21(3.37)	3.44	3.45
英国	3.54(3.63)	3.61	3.54
ドイツ	3.15(3.24)	3.26	3.24
株 式			
日経平均株価	9081.52(9497.68)	10212.46	10473.97
TOPIX	811.01(838.71)	895.48	964.23
NYダウ	10309.92(10318.16)	9882.17	9580.63
S&P500	1091.49(1091.38)	1063.41	1030.98
ナスダック	2138.44(2146.04)	2116.09	2027.73
FTSE100(英)	5245.73(5251.41)	5200.97	4869.35
DAX(独)	5685.61(5663.15)	5635.02	5470.33
商品市況(先物)			
CRB指数	273.09(274.58)	275.97	256.52
原油(WTI、ドル/バレル)	76.05(76.72)	79.55	72.49
金(ドル/トロイオンス)	1174.2(1146.4)	1034.7	945.5

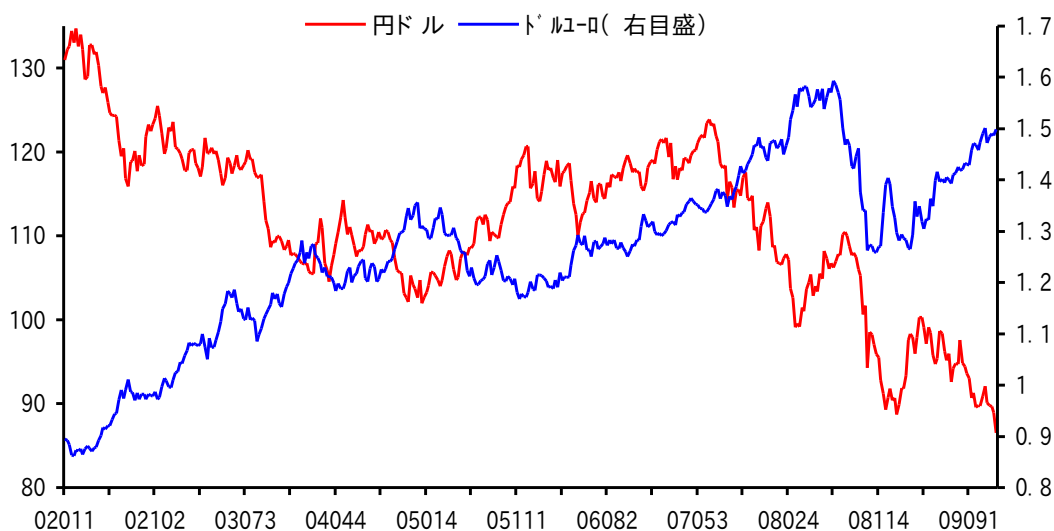
■ FRBの甘い経済見通しとドル安

ドバイショックで円は対ドルで急騰、一時、84円台まで上昇した。なぜこれほどまでに投機資金は円に向うのだろうか。日本経済の回復期待感が欧米よりも強いのであれば納得できるが、日本に対する期待が低いにもかかわらず、円が買われるという奇妙な現象が起こっている。日本企業の収益力は著しく低下しているし、地価の下落率も拡大するなど円の魅力は乏しい。それでも円が強くなる、その仕組みを抉りだそう。

ドバイの問題は限定的だと考えられるが、米国をはじめ欧州でも、デフレにより負債者の負担は

増し、ドバイのような問題を抱えていることが、通貨価値に影響していると考えられる。米主要 10 都市の住宅価格は9月まで5ヵ月連続で上昇しているが、米金融機関の不良債権・貸出比率は9月末、4.9%と1983年以降最悪となり、金融機関の破綻も増え続けている。新たな金融危機のリスクが

為替相場(週末)



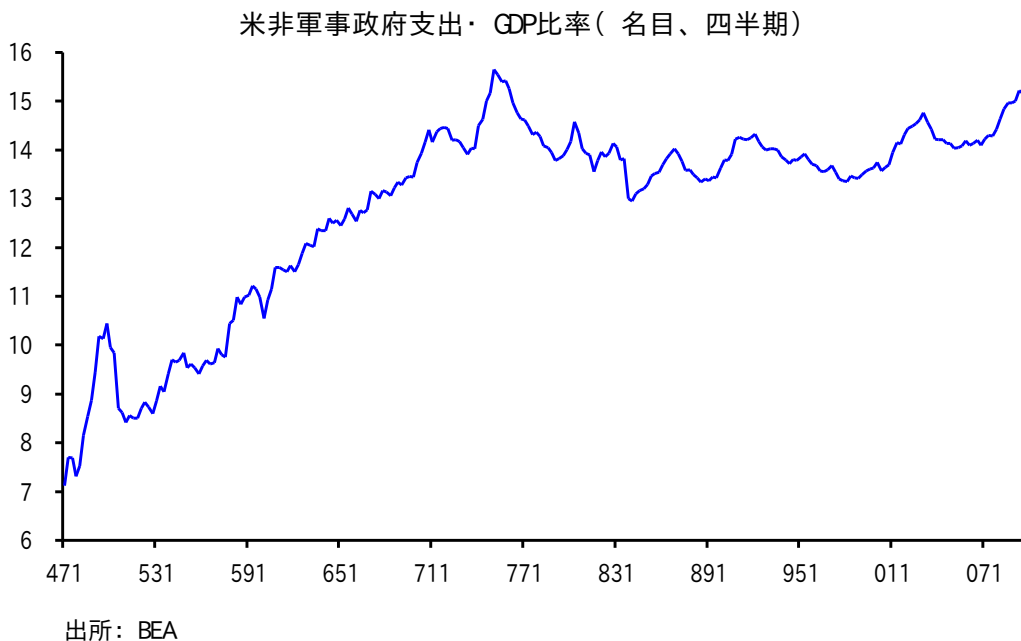
投機家の脳裏に浮かんだことも、ドル離れに走らせたのではないか。

米商業銀行の不動産貸付は10月、3.74兆ドルと5ヵ月連続減となり、ピークの今年5月から0.13兆ドル減少した。総貸付も減少しており、資金は金融機関に戻りつつある。商業銀行の総資産は10月、11.79兆ドルと昨年12月のピークから0.48兆ドル減少しており、異常に膨張していた資産も徐々に圧縮されつつある。

このように貸付が減少していることは経済が縮小していることでもあり、資産圧縮が続けば信用の収縮から実体経済も弱体化し、24日発表のFRB経済見通しのように2010年の実質成長率は2.5%~3.5%の高い伸びに回復することにはなるまい。FRBは09年の見通し(-1.5%~-1.0%から-0.4%~-0.1%)も大幅に上方修正したが、これも実現不可能だ。まして来年3%前後(2001年以降、3%超成長したのは04、05年の2回だけ)まで成長が回復することは、問題債権を抱え総資産の圧縮を最重要課題として取り組んでいる金融機関を前提にするならば、とても達成できる目標ではない。

来年、このような高い成長が実現できるのであれば、現時点でかなり明るい兆候が見えているはずだ。10月の中古住宅や一戸建住宅は前月比プラスだったが、11月末までの住宅減税獲得の駆け込み需要で持ち上げられており、高い伸びが続くことはないだろう。10月の個人消費支出も前月比0.7%増加したが、9月に耐久消費財が大きく落ち込んだ反動があらわれただけで、賃金の伸びがほぼ止まっている状態では、個人消費は回復しない。

成長の悪化に歯止めを掛けているのは政府部門である。名目 GDP に占める政府支出は 09 年 7-9 月期、20.7% と 00 年 10-12 月期の 17.4% を底に 3.3 ポイントも上昇し、91 年 4-6 月期以来の高い比率となった。軍事支出を除いた非軍事政府支出は 15.2% に上昇しており、1976 年 1-3 月期以来、約 33 年ぶりの高い水準であり、米国経済は政府依存型の経済構造に転換してきている。市場原理主義が米経済思想を席捲していたが、実際の経済運営は非市場型を採用していたのである。政府支出が途切れることになれば、バランスシートが毀損している米国経済は、たちまちマイナ



ス成長に陥ることになるだろう。

2010 年の米国経済が FRB の成長見通し通りに推移すれば、政策金利は成長率以上に引き上げられなければならない、来年末には FF レートは 3% 以上に上昇しているはずだ。すでに利上げ観測がでていても不思議ではない。それが、まったく表立っていないことは、FRB の経済見通しは絵空事だということである。失業率が 10% を超え、モーゲージ残高が減少しないなど、景気の回復を阻む要因ばかりが目につく。来年はほぼゼロ金利が維持されるだろうし、バランスシートの正常化が遅れば、2011 年も金利の変更は無理かもしれない。

すでにドルが安くなりそうだと皆が感じていたところに、ドバイ問題が起こり、ドル売りを加速させた。が、基本的には FRB の甘い経済見通しが、逆に、2010 年の米国経済の姿を浮き彫りにし、来年も政策金利の変更はあり得ないと投機家に自信を持たせたことが、今後のドルの価値を決定付けたように思う。