

## 週刊マーケットレター(2010年3月15日週号、No.313)

2010年3月14日

曾我 純

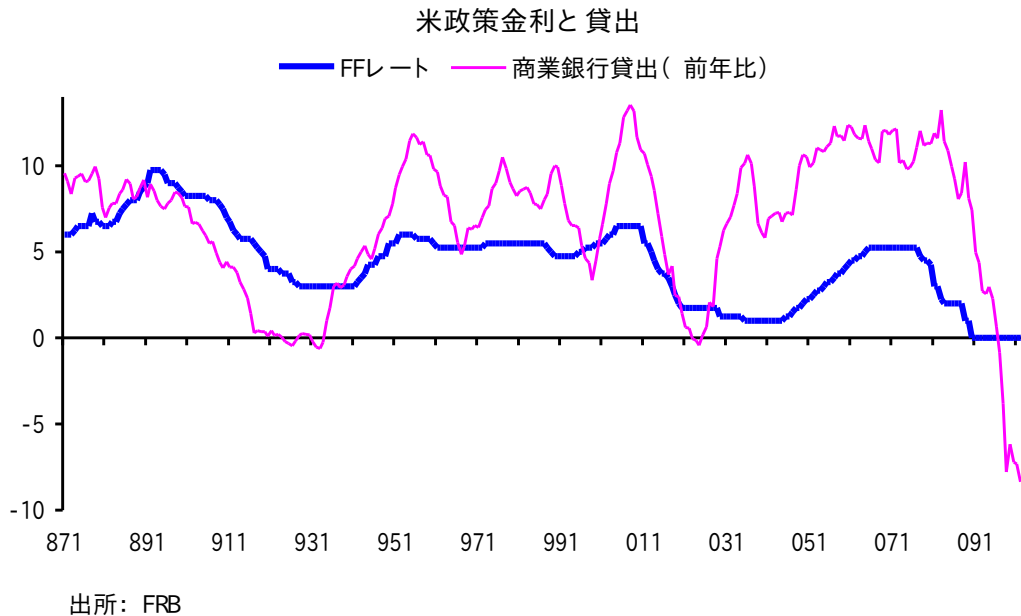
### ■主要マーケット指標

<b>為替レート</b>	3月12日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	90.55(90.25)	89.95	89.10
ドルユーロ	1.3765(1.3620)	1.3630	1.4625
ドルポンド	1.5185(1.5145)	1.5665	1.6235
スイスフランドル	1.0585(1.0745)	1.0775	1.0345
<b>短期金利(3ヵ月)</b>			
日本	0.24813(0.25000)	0.25438	0.27781
米国	0.25719(0.25363)	0.25000	0.25363
ユーロ	0.59438(0.59813)	0.59719	0.67750
スイス	0.25000(0.24833)	0.24833	0.25167
<b>長期金利(10年債)</b>			
日本	1.340(1.305)	1.325	1.275
米国	3.70(3.68)	3.69	3.55
英国	4.08(4.05)	4.03	3.84
ドイツ	3.16(3.14)	3.19	3.20
<b>株 式</b>			
日経平均株価	10751.26(10368.96)	10092.19	10107.87
TOPIX	936.38(910.81)	892.16	888.57
NYダウ	10624.69(10566.20)	10099.14	10471.50
S&P500	1149.99(1138.70)	1075.51	1106.41
ナスダック	2367.66(2326.35)	2183.53	2190.31
FTSE100(英)	5625.65(5599.76)	5142.45	5261.57
DAX(独)	5945.11(5877.36)	5500.39	5756.29
<b>商品市況(先物)</b>			
CRB指数	273.31(276.93)	267.92	270.86
原油(WTI、ドル/バレル)	81.24(81.50)	74.13	69.87
金(ドル/トロイオンス)	1101.5(1134.8)	1089.5	1119.4

### ■米金融政策を決める銀行貸出の動向

日経平均株価は5週連続で上昇し、1月第2週に付けた昨年来高値に近づいてきた。外人買いが継続しており、3月第1週の前週買い越し額は2,615億円と昨年来高値を付けたとき以来の金額に膨らんだ。おそらく先週も外人の積極買いにより上昇し、先週末の株価は前年を50%以上上回った。東証1部の売買代金(委託)に占める外人比率は3月第1週、59.9%と09年の53.9%を上回り、存在感を増してきている。先週末の世界の主要株価はいずれも前年よりも50%以上、特にナスダックは66%も高く、高値警戒感がでており、いつまでも外人買いが続くと期待するわけにはいかない。

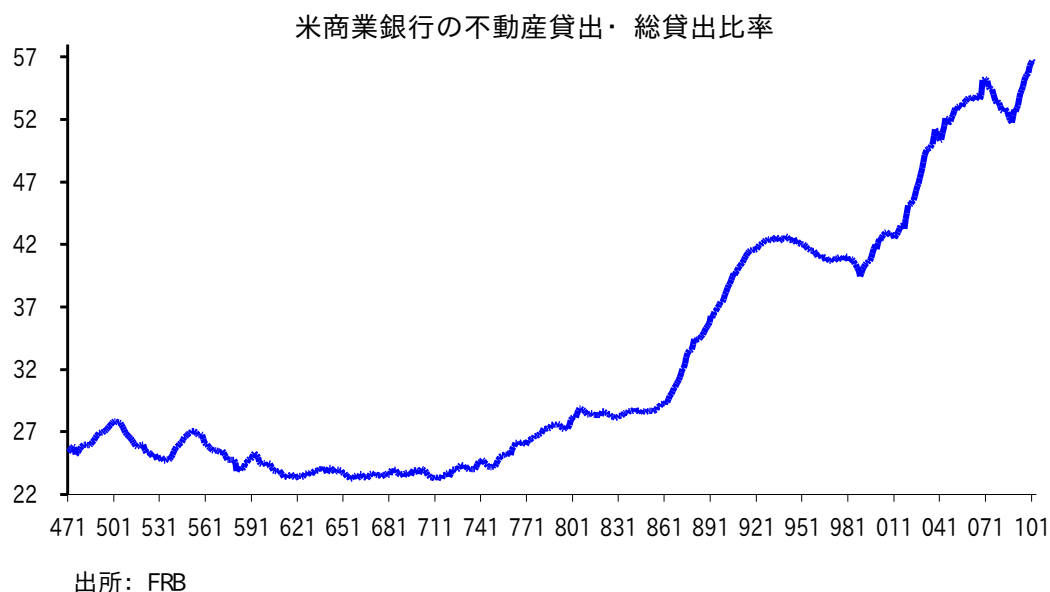
2月の米小売売上高は前年比 3.9%増加したが、伸び率の5割弱はガソリンの販売増によるもので、家電や衣料など前年割れの業種もあり、全体的に回復しているとはいえない。しかも伸び率は昨年12月の5.6%から2か月連続の低下だ。一方、1月の米財輸入額は前年比 13.7%増加したが、前月比では昨年12月までの4か月連続増が途切れ、景気回復の足取りが確りしていないことを示唆している。3月のミシガン大学消費者信頼感指数は 72.5 と2か月連続で低下し、消費者マインド



の改善も足踏みしている。

米国の資金需要は引き続き弱く、2月の商業銀行貸出は前年比 8.3%減と今回の減少過程でマイナス幅を更新した。特に、商工業貸出は不振であり、前年を 18%も下回ってしまった。不動産貸出も -2.4%と3か月連続のマイナスだ。不動産貸出のマイナス幅が小幅であることは、不動産関連の不良債権を多くを抱えたままであり、銀行の収益率低下の原因でもある。全米商業銀行の自己資本利益率は3年連続の低下となり、09年は 0.85%と1%を下回った。06年の 13.02%と比較するとまさに雲泥の差である。貸出は大幅なマイナス状態だが、預金は2月、前年比 5.5%と伸び率は鈍化しているが、それでも流入し続けている。預金の流入と貸出の減少により、銀行は余剰資金を国債と現金に振り向けざるを得なくなっている。こうした資産は安全ではあるが、収益率は低く、不良債権を清算する原資がなかなか確保できないことになる。不良債権処理の遅れ、貸出減、収益減、不良債権処理の遅れという悪循環に陥っているかもしれない。

このように貸出が減少しているときには、FRBは政策金利を引き上げることはない。過去のFFレートと貸出の関係を見ると、貸出の前年比伸び率が底を付けたことが確認されてから、引き上げられていることが読み取れる。たとえば、93年3月に貸出は底打ちしたが、3%のFFレートが引き上



げられたのは94年2月である。約1年近いタイムラグがある。

02年5月を底に貸出が上向いていたにもかかわらず、当時1.75%のFFレートは2度も引き下げられ、史上最低の1%を約1年続けた。02年5月から実に約2年後の04年6月にはじめて0.25%の利上げが実施された。貸出の回復が十分確認された後も、なお利下げを続行したことが、不動産バブルの拡大に拍車を掛けた。利上げ直前の04年5月までの2年間に不動産貸出はすでに1.33倍にも拡大していたのである。一方、商工業貸出は11.6%減少しており、銀行の融資スタンスは不動産に傾斜していることがあきらかだった。02年5月の総貸出に占める不動産貸出比率は45.9%と高く、金融政策は不動産貸出の動向を睨みながら、決定する必要があった。

ITバブル後仕出かした不始末の教訓を活かすのであれば、貸出がボトムアウトしたら、間隔をそれほど置かず、FRBは利上げに踏み出さなければならない。いつまでも優柔不断な姿勢を続けることになれば、マネー経済だけが活発になり、なにも生み出さない金融部門だけが太ることになる。2月の時点では貸出の前年比伸び率は悪化しており、貸出のシグナルは現状維持を良しとしている。現時点では、貸出のマイナス幅が縮小するのは年央と考えられ、その後数ヵ月内に利上げが実施されるだろう。