

週刊マーケットレター（2013年2月25日週号、No. 440）

2013年2月24日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	2月22日（前週）	1カ月前	3カ月前
円ドル	93.36(93.48)	88.70	82.52
ドルユーロ	1.3184(1.3361)	1.3320	1.2829
ドルポンド	1.5172(1.5516)	1.5837	1.5951
スイスフランドル	0.9293(0.9210)	0.9292	0.9385
短期金利（3カ月）			
日本	0.16143(0.16143)	0.16714	0.18857
米国	0.28810(0.29010)	0.30200	0.31150
ユーロ	0.13857(0.142140)	0.13500	0.12500
スイス	0.02400(0.02400)	0.01800	0.03000
長期金利（10年債）			
日本	0.720(0.745)	0.730	0.735
米国	1.97(2.00)	1.85	1.69
英国	2.11(2.19)	2.02	1.85
ドイツ	1.57(1.65)	1.57	1.43
株 式			
日経平均株価	11385.94(11173.83)	10709.93	9366.80
TOPIX	963.48(942.41)	901.15	776.43
NY ダウ	14000.57(13981.76)	13712.21	12836.89
S&P500	1515.60(1519.79)	1492.56	1391.03
ナスダック	3161.82(3192.03)	3143.18	2926.55
FTSE100（英）	6335.70(6328.26)	6179.17	5791.03
DAX（独）	7661.91(7593.51)	7696.21	7244.99
商品市況（先物）			
CRB 指数	293.52(298.45)	301.50	297.58
原油（WTI、ドル/バレル）	93.13(95.86)	96.24	87.38
金（ドル/トロイオンス）	1572.8(1609.5)	1693.2	1728.2

3兆ドルを突破したFRBの資産

日米首脳会談の成果を安倍首相は誇っているが、米国の報道機関の関心は極めて薄いものであった。安倍首相は「緊密な日米同盟が完全に復活をした」と力説したが、米国からすれば、日米関係はいままでと何も変わっていないと判断しているのだ。ことさら、成果を強調し、国内の支持を高めるパフォーマンスにすぎない。経済・金融政策を派手に演出し、株高、円安が進行したことに味を占め、それと同じ手法を用いて日米首脳会談の結果を報道させているのだ。日本の報道機関の報道をみているだけではなにもわからない。

TPP は、米国との 2 国間協議で詰めなければならない懸案事項が多くあり、協議は難航するだろう。車などさらに関税を引き下げても日本のメリットはたかが知れている。むしろ、輸入によるデメリットのほうがはるかに大きいのではないか。TPP に日本を参加させることは、米国にとって得るものがなければならず、そうでなければ日本を参加させることに意義はないのである。

日米首脳共同声明は TPP 以外にはなにも言及していない。米国は日本を TPP に引き入れることで、貿易赤字を減らし、経済を強くしようと言論しているのだ。為替はまったく取り上げられていないが、このまま円安ドル高が進めば、米国はかならず介入してくるはずだ。

円ドル相場は 93 円台で様子見となっている。20 日公表の FOMC 議事録（1 月 29、30 日開催分）で債券買取額縮小の発言が出たけれども、円ドル相場はほとんど動かなかった。ドルユーロ相場はドル高に振れたが、円ドルの変化はなく、このところの急激なドル高によって、米金融緩和解除観測も効果はなかった。

足元の米金融政策は買いオペを継続しており、2 月 20 日の FRB のバランスシートは 3.09 兆ドルと過去最高を更新した。資産の大半は買い切り債券であり、2.84 兆ドル保有している。08 年 8 月の金融危機が深刻になる前の FRB 総資産は約 9 千億ドルであるから、その 3 倍以上の規模に拡大しているのである。これほど FRB の資産が膨張すると、FOMC のなかにもこれを不安視する委員が出てきても不思議ではない。いつまでも FRB が、だれもほしがらない政府機関債を買い続けることは、米国の金融の膿を FRB が抱え込むことになるからだ。

このような異常な金融政策を続行しているため、日銀の金融政策や為替相場について、米国は黙っているしかないのだ。ただ、FRB が資産を膨らまして、根本的な解決にはならず、ボディーブローのようにじわじわ米国経済を痛めつけるにすぎない。日本経済を痛めつけた不良債権問題のように、米国も問題を引き伸ばしているのである。米国経済が健全な姿に戻るのはいつのことやら。

FRB の保有債券は、国債の 1.73 兆ドルとモーゲージ担保証券の 1.03 兆ドルである。過去 1 年間では国債が 798 億ドル、モーゲージが 1,796 億ドルそれぞれ増加しており、モーゲージの買取が増加していることがわかる。FRB がモーゲージ担保証券を始めて買い取ったのは 2009 年 1 月である。初回の買取額は 15 億ドル、その 3 ヶ月後には残高は 2,872 億ドルに拡大し、1 年後の規模は 9,190 億ドルに膨らんだ。FRB はさらに買い進み 2010 年 6 月の残高は 11.28 兆ドルに達した。これをピークに 2011 年 12 月まで 1 年半ほど減少していたが、その後、8,000 億ドル台でほぼ横ばい状態であった。しかし、昨年 9 月の FOMC で月 40 億ドルのモーゲージ担保証券の買い取りを決めたことから昨年 10 月以降は再び増加に転じ、先週、2 年 2 ヶ月ぶりに 1 兆ドルを突破した。

昨年 10 月以降、FRB がモーゲージ担保証券の購入額を増額していることは、米国の不動産市場は依然不安定な状況下にあるからである。FRB はモーゲージ担保証券を必死に買い続

け、モーゲージ金利を引き下げ、不動産市況の挺入れを図っている。モーゲージ金利（30年物、固定）は1月、3.41%と1970年代以降では最低である。30年国債（3.17%）と比較しても、モーゲージ金利は、日本の住宅ローン金利と国債のようには開いていない。FRBのモーゲージ担保証券買取の効果は十分にあらわれているといえる。

モーゲージ金利の低下は米住宅市場を回復に導いているが、なお住宅着工件数の水準は低く、低金利による需要刺激も十分ではない。住宅着工件数は1月、前年比23.6%増の89万戸と高い伸びだが、モーゲージ金利のこれ以上の低下は望めそうになく、金利からの市場拡大は容易ではない。

住宅価格も昨年1月を底に回復しているが、歩みは緩く、頼りない。FRBが1兆ドルを超えるモーゲージ担保証券を買い取ってもこの程度の回復しかしないことは、FRBがモーゲージから手を引けばどのような事態になるか明らかだ。まだまだモーゲージ市場はとてども独り立ちできるような状態ではないのである。

米商業銀行の不動産貸付額は一時減少していたが、この1年はほぼ横ばいである。1月の不動産貸付額は総貸付額の49.1%を占めており、ピーク時よりも低下したとはいえ依然高く、不動産貸付関連の不良債権の清算がまだ中途半端であることを示唆している。総資産に占める貸出の比率は55.2%と歴史的に低い半面、現金比率は13.1%と高く、商業銀行の資産構成は歪んでいる。

商業銀行は貸出が伸びないので、1.7兆ドルもの現金をFRBに預けており、これがFRBの債券購入資金となっているのである。商業銀行とFRBの協同により、米債券・モーゲージ市場は平穏が保たれているのだ。

1月の米消費者物価は前年比1.6%上昇した。FFレートはゼロなので、実質ではマイナス1.6%になる。実質FFレートのマイナスは1月までで3年2ヵ月と1954年以降では最長のマイナス期間だ。まさに実体経済からは逸脱した金融政策が長期にわたり採られている。だから米株式が過去最高値に接近し、世界経済が振るわないのに商品市況が高水準からなかなか下落しないのである。異常な米金融緩和が本来下がるはずの資源価格を高止まりさせ、世界経済の回復を阻害しているのである。