

週刊マーケットレター（2014年9月22日週号、No. 502）

2014年9月21日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	9月19日（前週）	1カ月前	昨年末
円ドル	109.03 (107.34)	102.91	105.28
ドルユーロ	1.2829 (1.2962)	1.3320	1.3748
ドルポンド	1.6286 (1.6264)	1.6616	1.6558
スイスフランドル	0.9409 (0.9330)	0.9091	0.8928
短期金利（3カ月）			
日本	0.12071 (0.11786)	0.12929	0.14786
米国	0.23310 (0.23410)	0.23210	0.24610
ユーロ	0.05143 (0.05000)	0.15786	0.26571
スイス	0.00700 (0.00500)	0.02200	0.02300
長期金利（10年債）			
日本	0.560 (0.570)	0.500	0.735
米国	2.58 (2.61)	2.40	3.03
英国	2.55 (2.53)	2.40	3.04
ドイツ	1.04 (1.09)	1.00	1.94
株 式			
日経平均株価	16321.17 (15948.29)	15449.79	16291.31
TOPIX	1331.91 (1313.72)	1280.29	1302.29
NY ダウ	17279.74 (16987.51)	16919.59	16576.66
S&P500	2010.40 (1985.54)	1981.60	1848.36
ナスダック	4579.78 (4567.59)	4527.51	4176.59
FTSE100（英）	6837.92 (6806.96)	6779.31	6749.09
DAX（独）	9799.26 (9651.13)	9334.28	9552.16
商品市況（先物）			
CRB 指数	279.40 (281.90)	287.04	280.17
原油（WTI、ドル/バレル）	92.41 (92.27)	94.48	98.42
金（ドル/トロイオンス）	1216.6 (1231.5)	1296.7	1202.3

米国経済は利上げに耐えられるか

円安ドル高が進行していたところへ、FOMCの声明とは別に『政策正常化の原則と計画』を発表し、その中で経済的条件が整えば、利上げを実施するだろうと表明、円安ドル高に拍車を掛けた。週間で1円69銭も円は下落し、週末値では8月第2週以降6週連続の円安ドル高となり、その間約7円も円は安くなった。円高に掛けていた投機家は、この急激な円安に直面し、円を処分せざるを得なくなり、先物のドル買い円売りが円急落に影響したことは間違いない。

FOMC の声明には前回と同じ「相当な期間」の文言が入っており、NY ダウはゼロ金利が続くと読み、発表日の 17 日、過去最高値を更新した。7 月 16 日以来、約 2 ヶ月ぶりのダウ最高値更新だ。為替は金利は近いうちに上がると読み、株式市場では利上げはまだ先だと解釈する。どちらが本当なのだろうか。

来年の早い段階で利上げは行われるだろう。FOMC 参加者 17 人のうち大半が来年の利上げを予測しており、0.875%~1.875%に 13 人の予測は収まっている。利上げが行われれば、その 1 年後、FF レートは 2%以上に上昇するはずだ。日本と欧州は利上げ観測さえいつになるかわからず、証券買取も持続させるのであれば、ドル独歩高は容易く終わりそうもない。

4-6 月期の米 GDP は名目、実質、前年比 4.2%、2.5%伸びており、ゼロ金利を続ける理由などどこにもない。2010 年の 4-6 月期以降、名目では 3.3%が最低であった。十分とはいえないが、米国経済は安定的な成長経路を歩んでいるのである。名目 4.2%の成長をしていることは、その程度に長期金利は上昇してもよいのだ。それが 2.5%では低すぎる。期待成長率が 4%程度であると想定していれば、資金需要は高まり長期金利は 4%程度に上がらなければおかしい。そのように長期金利が上昇しないのは、物価が安定し、政策金利をゼロに据え置いているからだ。

来年の早い段階で FRB は利上げを実施し、来年末の FF レートは 2%以上に上昇するだろう。長期金利は 4%~5%に上昇し、実体経済と釣り合うことになる。ただ、米国経済は金融危機の痛手が完全に治癒されていないので、名目 5%を超えるような成長は無理だ。場合によっては 3%台の低成長もあり得る。

今回の FOMC で公表された経済見通しによると、今年と来年の実質 GDP 成長率は下方修正された。今年は 2.0%~2.2% (今年 6 月予測 2.1%~2.3%)、来年は 2.6%~3.0% (3.0%~3.2%) であり、来年の下方修正幅が大きく、FRB も先行きを慎重にみている。米国経済は成長はしているけれども、主力エンジンの個人消費に力強さを欠き、一段の成長には懐疑的な見方が多いのである。2012 年と 2013 年の名目個人消費支出は前年比 3.7%、3.6%の伸びにとどまっており、個人消費支出がこうした低迷から抜け出せるかどうか、米国経済の成長を決定付ける。

米株式が過去最高値を更新し、株式の含み益は急増している。『Financial Accounts of the United States』によれば、6 月末の株式価額は 35.82 兆ドル、現状では 36.7 兆ドルへと増価している模様であり、2013 年末より約 3 兆ドル増。2012 年末の 26.23 兆ドルと比較すると、約 10 兆ドルも増えているのである。

家計の株式保有額は 6 月末、13.3 兆ドルと総額の 37.1%の保有にとどまっているが、投資信託の 7.28 兆ドルを始め生命保険や年金などの間接保有を加えれば株式価額の 8 割弱が家計部門に属す。過去 2 年ほどの期間に増加した家計の株式含み益は 7 兆ドルを超えているが、こうした資産効果は消費にまったくあらわれていない。

9 月 4 日の FRB の調査でも明らかになったように、所得格差、資産格差の拡大は一層進み、株式資産効果が出にくくなっているのだ。すでに巨額の資産を保有している家計にと

っては、株式の売却益や含み益が増大したからといって、もうすでに十分に消費している
ので、さらに消費を増やす気にはならないのである。

消費を増やしたいと思っている低所得層は株式など保有しておらず、資産効果の恩恵を
受けない。所得さえも増加しないので、消費の切り詰めを余儀なくされている。2012 年の
可処分所得は前年比 4.9%伸びたが、2013 年は 1.0%に鈍化している。7 月は前年比 4.1%伸
びているが、階層社会の米国では平均はあまり意味をなさない。白人、黒人、性別、学歴
等で所得はあまりにも違うからだ。

8 月の失業率は 6.1%だが、白人の 5.3%に対して黒人は 11.4%、学歴別では高校を卒業し
ていない人の 9.1%に対して大卒は 3.2%という具合に格差は大きい。2013 年の週当たりの
賃金も低学歴者は横ばいだが、高学歴は伸びており、高学歴・低学歴比率は 2.94 倍と 2007
年の 2.88 倍より拡大している。

2008 年、米国は金融危機に陥ったが、財政・金融政策の総動員により経済は持ち直して
きたが、経済への公的関与が大きすぎ、巨額の不良債権を抱えた金融機関が生き延びるこ
とになった。米国経済は膿を出し切っておらず、悪い部分を抱えたままであり、そのこと
が米国経済が低成長から脱しきれない最大の原因なのである。

ゼロ金利は金融機関の利益を引上げ、株価の過去最高値を演出し、博打場のウォール街
を活況にした。だが、米国経済の足取りは、さまざまな膿によって、以前のように確かな
ものではない。FF レートの引上げに耐えられるかどうか予断を許さない。2%くらいには
引き上げられると思うが、経済成長率は上昇せず、利上げは 2%程度で頭打ちになるか
もしれない。来年の今頃は、これ以上の利上げは経済成長を阻害するという見方がでてくる
のではないか。当然、ドルを買う魅力も失せていくことになるだろう。