



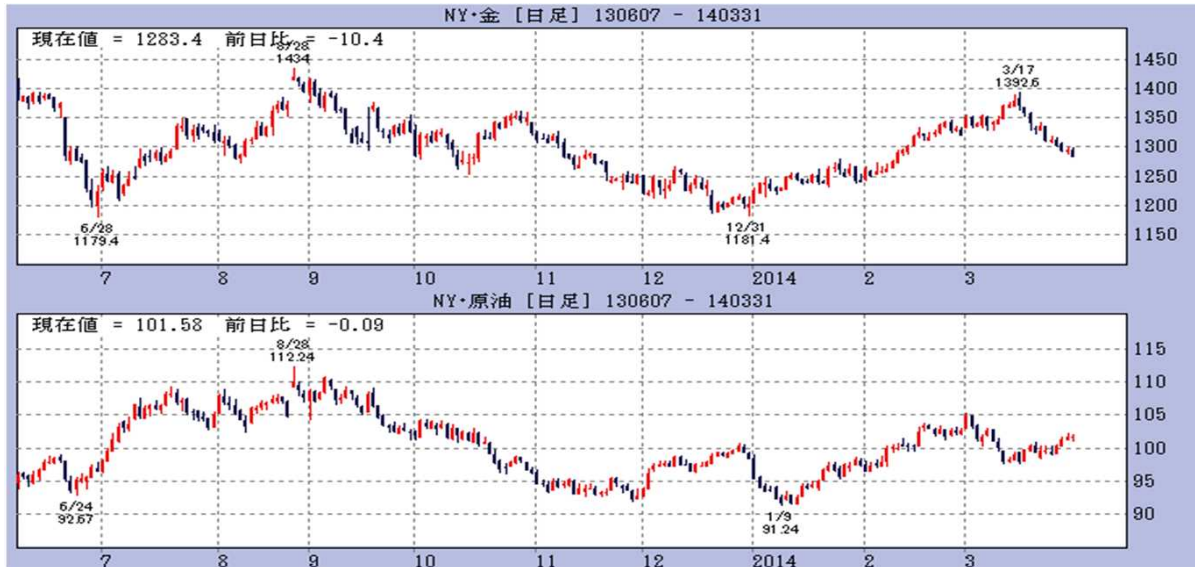
週刊経済指標



経済の動きをグラフで見ましょう。
毎週火曜夕方発行

NY金下落、原油上昇

発行日 : 2014/4/1



週明け31日のNY金6月限は10.50ドル安の1283.80ドルと、2月10日以来1カ月半ぶりの安値。ドル反落でプラスに浮上したが、買い続かずにマイナスに転落した。先週末までの急落で打診買いが入ったが、1300ドルが壁になった。先週末の米口外相会議が不調に終わったが、市場への影響はなかった。立会時間は、弱基調を引き継いで時間外取引の安値を下回ったあと、ドル反落で1295.5ドルまで反発したが、ドル高再開や原油反落、株価の上値追いが圧迫して1283.1ドル（11.2ドル安：0.9%）まで値を消した。時間外取引の金相場は、1300ドル割れの押し目買いが優勢になったが、大台回復を試す勢いがなかったことから戻り売りが優勢になった。ロシア軍がウクライナの東国境沿いに集結していることや、イエレンFRB議長が米経済は低金利による支持が必要と発言したにもかかわらず、株価急伸による逃避買いの解消やテクニカル売りが優勢になった。米景気回復による量的緩和の縮小継続や、米金利の早期上昇観測が引き継ぎ、圧迫要因。ロシア国防省はこの日、ウクライナ国境近くに終結していた軍隊の一部が撤退したと発表。また、前日に行われた米口外相会議はウクライナ問題で打開策を見出せなかったものの、近く再会談する見通して、地政学的リスクへの懸念が後退。金相場は安値圏で終了した。米連邦準備制度理事会（FRB）のイエレン議長は朝方の講演で、米量的緩和の継続が必要であるとの見解を改めて強調。これを受けて、米株価が上昇するなど、市場のリスク志向が強まったことも金塊の売り材料となった。

週明け31日のNY原油5月限は、前週末終値比0.09ドル安の101.58ドル。夜間取引では101ドル台半ばを中心に軟調に推移。立会い開始後は、引き続き受渡場所となるオクラホマ州クッシング原油在庫の減少が続く見通しなことや、米株式相場の上昇などが好感されるも、序盤に101.85ドルへと上昇したのが精一杯だった。内容は明らかにされなかったが、ウクライナ情勢をめぐり、ケリー米國務長官とラブロフ露外相が30日にパリで会談したことや、今後も問題解決に向けた協議を継続することとなり、ウクライナ情勢への警戒感が和らいだことが背景。また、四半期末を迎えたポジション絡みの動きなどにも押されると、中盤に入ると100.88ドルまで下押された。買い戻されるような目新しい材料は見当たらないなか、売り一巡後は序盤の高値を上抜く101.97ドルまで切り返すも、前週末に付けた期近ベースで10日以来の高値（102.24ドル）を試すまでには至らず、その後は戻り重く推移した。石油製品は軒並み下落。ICEプレント原油5月限は反落。米原油同様にウクライナ情勢への警戒感緩和などに圧迫されることとなり、一時、107ドルに接近した。ウィーン拠点のコンサルタント会社JBCエナジーは31日、電子メールで配布したメモで、3月のOPEC（石油輸出国機構）加盟国の原油生産高見通しを日量2990万バレルと前月の同3040万バレルを下回ったとの見方を示した。また、サウジアラビアの3月の原油生産高見通しは980万バレルと2月の985万バレルから減少し、イラクも340万バレルと2月の360万バレルから、リビアも25万バレルと2月の35万バレルからそれぞれ減少した。（日本先物情報ネットワーク）

米国、英国の景気は、消費の堅調な増加などから緩やかに回復している。この要因の一つは、住宅価格の上昇による資産効果である。ここでは、両国の住宅価格の動向について概観し、今後の景気動向に対する意味合いを整理したい。

1. 米英の住宅バブル崩壊後の住宅価格の比較

世界金融危機以後の住宅価格の動きを比較すると、米国の下落幅が英国に比べ大きい（危機前ピーク比：米国▲31.9%、英国▲13.6%（危機前のピークは米国が06年4月、英国が08年1月））。危機前のピークと比較した水準も米国が英国を下回っている（危機前ピーク比：米国81%、英国102%）という違いがみられる（図1）。また、住宅価格の可処分所得対比、家賃対比の長期平均からの乖離をみると、米国においては、住宅バブル崩壊後、長期平均を下回る水準まで価格が下落した一方で、英国においては引き続き長期平均を上回る水準にあることがわかる（図2）。こうした動きの背景には、両国の住宅市場の構造的な違いがあるとみられる。英国においては、厳格な建設規制や用地不足などの制約から慢性的に供給不足となっており、両国の価格の違いの一因と考えられる（注1）。

（注1）英国の環境、景観等の建設規制の厳しさや用地不足などの供給面での制約があり、英国のIMF4条協議（2013年）では、都市計画の非効率性が需給ギャップの原因となっており、推定100万戸の供給不足が生じていると指摘している。また定量的には、住宅供給の価格弾力性は英国0.4、米国2.0と比べ小さく、英国における供給制約を示している（*Caldera Sanchez, A. and A. Johansson (2011) “The Price Responsiveness of Housing Supply in OECD Countries” OECD WORKING PAPERS No.837より）。

図1 米英；住宅価格の推移

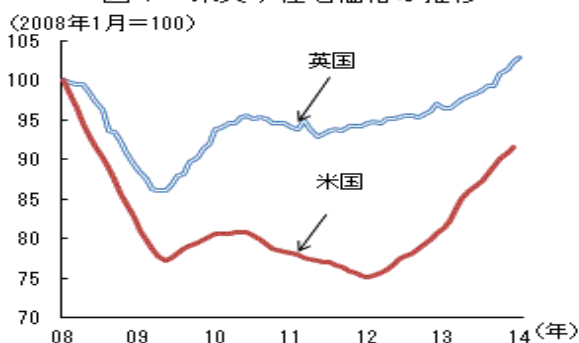
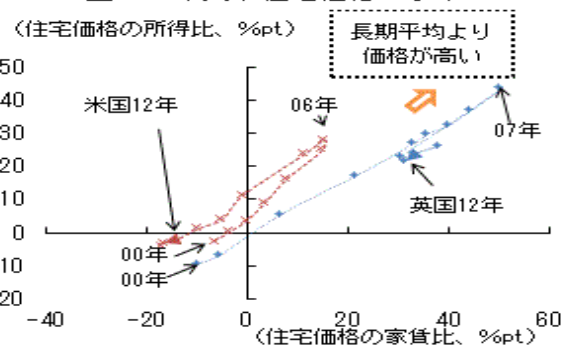


図2 米英；住宅価格の水準



2. 米英の住宅価格の動向

米国においては、08年にサブプライムショック問題を背景に価格が急落した。その後持ち直しの動きがみられるも、失業率の高止まりや所得の先行き懸念、住宅減税終了をうけた需要減退により、10年6月から価格は再び低下へ転じた。価格の変動を大きくする要因の一つは、差押えの際の司法介入の有無である。これがない州では価格調整のスピードが速くなる（注2）（図3）。12年になると、住宅価格は上昇に転じ、比較的速いペースで上昇している。この背景には、景気回復が続くなか、供給不足；在庫件数が低水準となり、在庫と販売の比率も適正6か月を下回ったまま推移（図4）

低価格物件の減少；市場価格の8割程度で販売され住宅価格を下押しする差押物件が減少傾向にあること等、住宅市場の調整の進展がある。

英国においては、住宅価格は金融危機の影響により大きく下落した後、政府の経済対策等から持ち直しに転じた。しかし、10年以降は欧州政府債務問題等による先行き不安や景気停滞の影響から横ばいとなった。その後、欧州政府債務問題の影響が弱まるにつれ価格が上昇し、特に13年以降はそのペースが速まっている。

こうした動きの背景としては、移民の流入などによる世帯数増加しているのに対し、前述のとおり供給が不足していること（図5）、イングランド銀行の金融政策や政府の購入支援策（Help to buy）による需要促進効果（注3）、住宅価格の上昇をけん引しているロンドンにおける海外資本の流入の影響（注4）（図6）等があげられる。

図3 米国；都市別価格

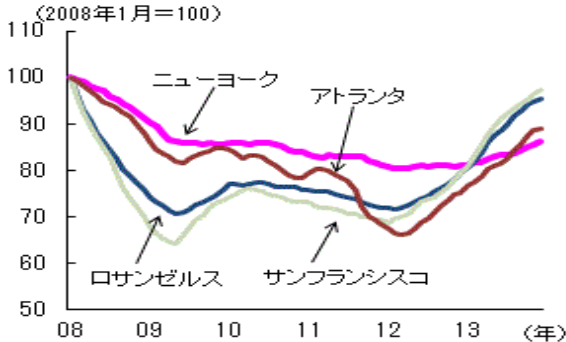


図4 米国；在庫の動向

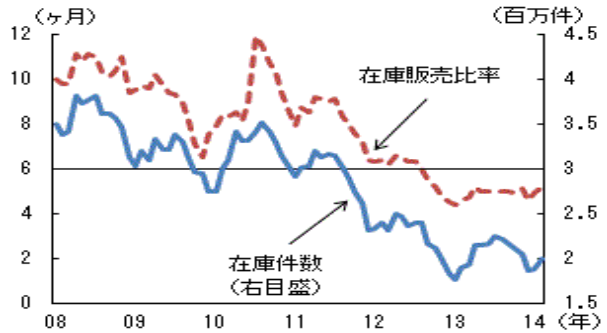


図5 英国；戸数・移民の増減と着工数

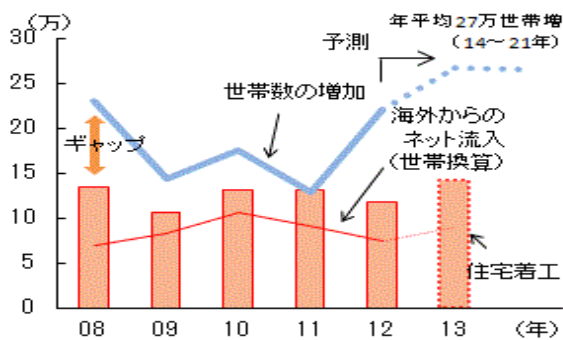
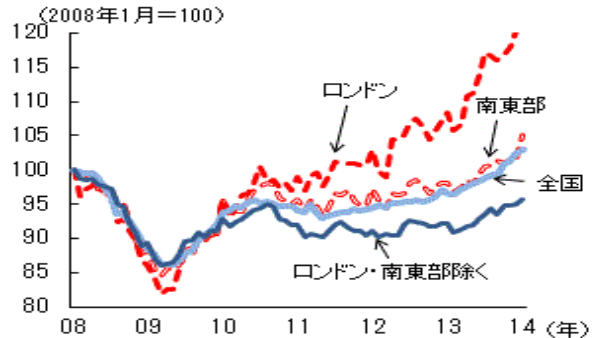


図6 英国；地域別価格の推移



- (注2) 米国には、抵当権実行の際に司法が関与する州としない州があり、後者は裁判官の許可を必要としない。法廷尋問を受けず裁判外で金融機関が住宅を売却することが可能であったため法外な低価格が設定され、価格の急落が散見されたと考えられる。S&Pケーススラー住宅価格指数でみると、司法が関与しない都市（例ロサンゼルス、サンフランシスコ、アトランタ）では、価格急落後の調整が比較的早く進展したのに対し、司法が関与する都市（例ニューヨーク）では、価格の変動幅は相対的に小さく、価格調整のペースも遅い。
- (注3) イングランド銀行と英国財務省は12年7月にFLSを導入し、銀行の貸出金利引下げや貸出促進を行っている。ただし、住宅ローン向けの融資については14年1月末に対象から除外された。また、Help to buy は、政府が一部を直接融資・保証し住宅ローンを借りやすくする政策。第1弾は13年4月、第2弾は13年10月より導入された。前者は16年3月、後者は16年9月までが期限。
- (注4) 英国不動産会社Savillsの報告書によると、12年度のロンドン主要部の50%弱が海外からの購入。地域別では、西欧・北欧諸国（13.6%）、香港・中国（7.4%）、東アジア・東南アジア・オーストラリア（6.4%）、中東・北アフリカ（5.4%）、東欧・CIS諸国（5.1%）となっている。新築物件に限れば、80%弱が海外からの購入。地域別では東欧・CIS諸国（19.4%）が最大のシェアをとっている。（"Spotlight The World In London" 2013より）

3. 先行きのポイント

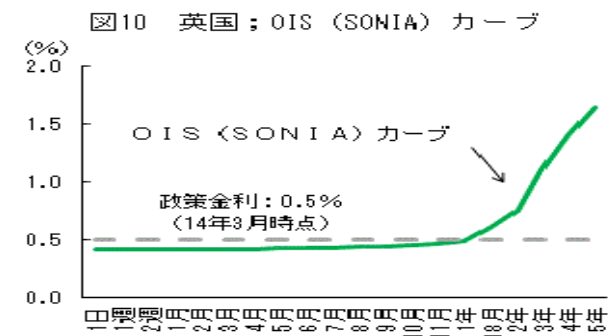
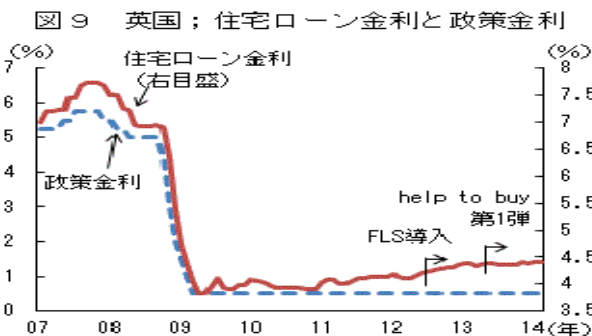
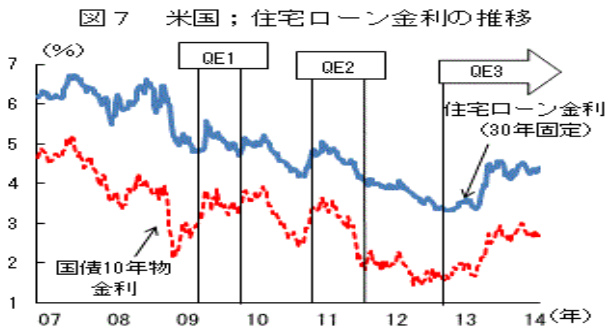
米国においては、雇用・所得環境の改善が見込まれ、住宅金利も歴史的にみれば低水準にあることから住宅市場の回復が続くことが期待される。また、ベビーブーマーの子供世代が世帯形成を進める時期にさしかかっており住宅購入の需要も見込まれることから、住宅価格の上昇が継続すると推測される。

一方で、住宅ローン金利の先高感（図7）値ごろ感の喪失；可処分所得の伸びが住宅価格の伸びを下回り、住宅取得可能指数も落ち込んでいること（図8）（注5）

13年1月より施行された住宅ローンに関する新基準の影響（注6）、いわゆるオバマケアと呼ばれる医療保険改革に伴う資産取引に関する新規の付加税等の影響などにも注視していく必要がある。

英国においては、住宅の供給制約が続く状況の下、政府の政策の終了時期やイングランド銀行の利上げがポイントとなるといえよう。具体的には、政府のHelp to Buyの一部が16年3月末で終了となることに留意が必要である。また、住宅ローン金利は政策金利との連動する傾向にあり（図9）、イングランド銀行の政策金利引き上げの時期が重要となる。この点、イングランド銀行はフォワードガイダンスを示し、当面の金融緩和姿勢の維持と利上げを行う場合も非常に緩やかなペースとなることとしており、市場の期待もそうした見方に整合的で向こう1年程度は利上げを見込んでいない（図10）。住宅価格の上昇基調の持続性についてはこうした政策動向が注目点と考えられる。

- (注5) 住宅取得可能指数とは、中位所得世帯が中位価格の住宅を所得するローンの元利払い費用に対し十分な収入があるかどうかという基準値。100を超えると住宅購入者にとって比較的買いやすい状況にあることを示す。
- (注6) 米消費者金融保護局（CFPB）が定めた新基準では、貸し手に対し住宅ローン組成前に借り手の返済能力を確認、証明することなどを義務づけている。基準を満たした住宅ローンは適格住宅ローン（Qualified Mortgage）として認定され訴訟リスクが低減する一方、厳格な



TOPICs 4月1日公表の日銀企業短観

業況判断	大企業						中堅企業					
	2013年12月調査		2014年3月調査		変化幅		2013年12月調査		2014年3月調査		変化幅	
	最近	先行き	最近	先行き	最近	先行き	最近	先行き	最近	先行き	最近	先行き
製造業	16	14	17	8	+1	▲6	8	+4	13	+5	+5	+1
非製造業	20	17	24	13	+4	▲4	11	10	17	6	+6	▲4
全産業	18	16	21	11	+3	▲5	9	7	14	5	+5	▲2

業況判断	中小企業					
	2013年12月調査		2014年3月調査		変化幅	
	最近	先行き	最近	先行き	最近	先行き
製造業	1	▲1	4	▲6	+3	▲5
非製造業	4	1	8	4	+4	+3
全産業	3	0	7	4	+4	+4

日銀が1日発表した3月の企業短期経済観測調査（短観）は、企業の景況感を示す業況判断指数（DI）が大企業製造業で+17。前回の2013年12月調査（+16）から1ポイント改善。DIの改善は5四半期連続。2007年12月（+19）以来6年3カ月ぶりの高水準。一方、3カ月先の6月については、大企業製造業が+8。市場予想の中央値（+13）を大きく下回った。今後、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が見込まれることが落ち込みにつながった。想定為替レートは大企業製造業で、99円

円/ドル

	事業計画の前提となっている想定為替レート					
	2013年度			2014年度		
	上期	下期		上期	下期	
2013年12月調査	96.78	97.60	95.978			
2014年3月調査	98.37	97.66	99.06	99.48	99.38	99.58

TOPICs ファンドの資金の動き

日付	金	銀	白金	パラジウム	銅	原油	ガソリン	ヒーティング グオイル	天然ガス	コーン
2014/1/7	+8,162	+2,700	+6,879	+171	+2,069	▲20,414	▲3,156	▲11,010	▲2,224	+9,191
2014/1/14	+4,486	▲645	+4,933	+3,283	▲5,452	▲4,000	▲9,806	▲10,654	+46,225	+21,452
2014/1/21	+1,313	▲1,515	+2,579	+1,532	+2,669	+8,661	▲5,310	+6,903	+14,772	+4,638
2014/1/28	+18,000	▲5,643	+1,545	▲2,094	▲9,758	+15,086	▲2,097	+13,325	+11,696	+13,044
2014/2/4	▲1,903	▲3,829	▲3,505	▲2,373	▲13,464	+10,601	▲1,626	+8,480	▲7,836	+56,042
2014/2/11	+10,616	+6,612	▲946	+41	▲4,618	+29,370	▲848	+1,625	▲1,052	+35,657
2014/2/18	+20,695	+13,642	+1,874	+1,124	+4,259	+18,399	+15,082	+3,995	+4,150	+16,066
2014/2/25	+21,629	+3,774	+2,026	▲614	+5,717	+2,452	+12,583	+11,416	▲3,243	+59,004
2014/3/4	+6,025	▲2,774	+4,360	+4,226	▲5,222	+9,087	+2,167	▲1,199	▲17,420	+56,874
2014/3/11	+4,928	▲1,998	+4,868	+469	▲8,242	▲19,989	+1,372	▲8,994	+5,639	+50,162
2014/3/18	+19,937	▲2,335	+813	+32	▲6,709	▲25,873	+3,215	▲10,014	+1,008	+10,032
2014/3/25	▲26,673	▲7,377	▲1,540	+66	▲4,642	+6,426	▲3,542	+1,253	▲6,321	+7,576

日付	大豆	大豆油	大豆粕	小麦	砂糖	コーヒー	ユーロ	円	ドル	スイスフラン
2014/1/7	▲26,922	▲8,915	▲7,399	+1,728	▲8,019	+4,950	▲12,820	+10,054	+1,708	▲1,077
2014/1/14	+16,148	▲14,965	+3,710	+12,285	▲26,384	▲984	▲7,117	+2,581	+6,169	▲6,045
2014/1/21	+2,088	▲916	▲661	+594	▲2,366	+5,155	▲11,686	+10,990	+446	▲7,621
2014/1/28	▲5,700	+1,805	+311	▲6,070	▲8,425	+3,658	+16,183	+2,730	▲212	+1,045
2014/2/4	+21,803	+5,601	+7,251	+5,643	+17,836	▲2,505	▲23,118	+27,609	+996	+1,483
2014/2/11	+32,461	+12,586	+2,304	+7,587	+2,708	▲3,255	+2,330	+7,361	+1,524	+2,122
2014/2/18	+14,104	+20,950	+4,931	+11,794	+15,905	+13,859	+14,232	+2,725	▲3,957	▲2,590
2014/2/25	+11,603	+15,987	+1,278	+15,328	+55,282	+9,043	+4,716	▲1,343	▲2,629	▲3,925
2014/3/4	▲1,432	+15,167	▲3,641	+14,607	+40,197	+8,952	+10,961	▲4,670	▲500	+3,293
2014/3/11	▲20,860	+26,500	▲4,835	+14,282	+31,451	+3,632	+13,874	+5,530	+560	+1,935
2014/3/18	▲3,455	+775	▲349	+9,212	+9,088	+81	+17,095	▲20,144	▲11,970	+6,498
2014/3/25	▲10,337	▲17,883	▲406	+12,203	▲2,186	+3,365	▲11,506	+37,301	+1,116	+5,946

日付	S&P500	日経平均株価	長期米国債	15年物米国債	2年物国債	5年物国債	10年物国債	商品	金融商品	合計
2014/1/7	+2,454	▲775	▲5,090	+9,446	▲11,378	▲41,419	+44,882	▲52,209	▲4,015	▲56,224
2014/1/14	▲1,421	+892	+3,264	+12,822	▲22,496	▲20,178	+88,866	+39,632	+57,337	+96,969
2014/1/21	+4,152	▲1,545	+1,896	▲6,655	+25,521	+2,418	▲7,258	+40,136	+10,658	+50,794
2014/1/28	+294	▲549	+4,684	▲2,425	+1,588	▲28,876	▲26,844	+38,683	▲32,382	+6,301
2014/2/4	▲8,913	+7,738	▲1,090	▲33,070	+28,427	+23,974	+25,957	+96,216	+49,993	+146,209
2014/2/11	+6,421	+2,061	▲2,033	+3,455	▲2,639	▲20,928	▲27,438	+130,848	▲27,764	+103,084
2014/2/18	+435	▲2,530	+5	+15,882	▲21,990	+52,190	+69,442	+180,829	+123,844	+304,673
2014/2/25	+884	+276	+1,383	+3,267	+8,744	▲35,910	▲3,400	+223,265	▲27,937	+195,328
2014/3/4	▲3,633	▲477	+9,603	▲29,620	+15,506	▲147	▲78,752	+129,974	▲78,436	+51,538
2014/3/11	+4,639	▲669	+331	+408	▲12,960	▲10,493	▲36,302	+78,385	▲33,147	+45,238
2014/3/18	+1,492	▲3,197	▲2,573	+16,393	▲7,816	+21,904	+113,011	+5,458	+130,693	+136,151
2014/3/25	▲729	+401	▲6,260	▲13,909	▲7,313	▲83,820	▲44,707	▲50,018	▲123,480	▲173,498

1月から3月にかけてのファンドの資金の動きを見てみると、

- ① 全体では3月15日まで毎週増加していたファンドの買いが3月25日の週に1月7日の週以来11週ぶりに減少した。
- ② これは金融商品も商品も同時に減少している。
- ③ 商品の中で減少したのは、大豆油や大豆、及び金、銀、銅、ガソリンであり、金融商品では5年物米国債、10年物米国債、15年物米国債、長期国債、ユーロが売られた。
- ④ 商品で買われたものは、トウモロコシが1月から12週連続で買われ、小麦が8週連続、コーヒーは6週連続、砂糖は7週連続の後25日の週は売られた。概して農産物が春から買われている。
- ⑤ 5週連続で買われていたプラチナは25日の週は売られた。

今後の予想

商品価格にはっきりした傾向は無くなっている。敢えて言えば春なので夏場の天候がわからないという意味で、農産物が買われる傾向にあり、原油は米国やイラクでの増産が急ピッチで進んでおり、供給過剰が加速する様相である。地政学的リスクはウクライナのロシア軍の一部が撤退したため、武力衝突の可能性は無くなりつつある。北朝鮮は韓国海域に向けて発砲し、北朝鮮海域に向けて韓国軍は打ち返しているが、小競り合いの域は出ていない。中国では3月28日理財商品Xuzhou Zhongsen Tonghao New Board Co Ltdが10%の利払いができず、また、上海の建設資材会社も1億8千万元（約29百万ドル）の社債がデフォルトし太陽光発電会社に続いて、社債としては二番目のデフォルトとなった。2600社を超す半導体、ソフトウェア、商品会社がデフォルトのリスクに直面しているとロイターは述べている。

こうした背景はあるものの、中国経済が根底から崩れるような出来事の予兆は未だないだろう。しかし、中国国内では信用収縮が発生するものと思われる。

米国の住宅在庫は減少しており、金利が低下して住宅市場は回復の兆しが見えている。一方日本の景気は日銀短観によれば消費税増税前の駆け込み需要の反動から冷え込むことが予想されている。

商品価格にとってはしばらく停滞の時期が続くだろう。

掲載される情報は株式会社コモディティー インテリジェンス（以下「COMMI」という）が信頼できると判断した情報源をもとにCOMMIが作成・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、COMMIは保証を行っておらず、また、いかなる責任を持つものでもありません。

本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はCOMMIに帰属し、事前にCOMMIへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

COMMIが提供する投資情報は、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本資料に掲載される株式、債券、為替および商品等金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。

本資料は、投資された資金がその価値を維持または増大を補償するものではなく、本資料に基づいて投資を行った結果、お客様に何らかの障害が発生した場合でも、COMMIは、理由のいかんを問わず、責任を負いません。