

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1703号 2003年10月06日(月)

《 needs more intervention 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. G7声明にうたわれた「柔軟な為替レート」のドル・円的意味合いが、先週の日本通貨当局の介入姿勢、それに対するニューヨーク連銀の協力度合いなどで徐々に明らかになってきた。それは115円の何が何でもの防衛は諦めるが日本や世界の金融市場の変調（当局が考えるところの）を誘発するような為替相場の変動は避けるし、その為には日本は介入を続け、欧米の中銀もある程度それに協力する、というものだ
2. このスタンスは今後も続くだろう。ただしそれは、先週一週間で見えてきた「次の防衛ラインは110円」という市場の見方を裏打ちするものにはならないだろう。2年半も続いた115円の防衛オペレーションが、110円維持でも続くとは考えられず、市場圧力が高まった場合には少なくとも一時的には100飛び台への円高進行もあると考えられる
3. 見えてきたのは、アメリカの *ambiguous* な、つまり一方でドル安を望み、一方でドルの崩れを忌避したい、という姿勢だ。この姿勢は今年の残る期間と来年も続くだろう。政治的にはメイン・ストリート（産業界）の要望に従ってドル安をある程度誘導したい、しかしウォール街の要望を満たそうとしたらドル安はリスクを伴う政策であり、そのリスク管理を欠かせないということだ。先週はそのリスク管理をもっぱらテラー財務次官が行っていることが明らかになった。しかしこの管理がうまく行くかどうかは疑問だ。筆者はドル・円市場のバイアスは依然として円高にある、と見ている
4. 先週の市場で目立ったのは世界的な株高だ。一時大きく落ちていたヨーロッパの株も力強く反発し、アジアは強基調を持続した。日米の株価は特に週後半にかけて力強く上昇した。背景にあるのは、世界第一、第二の経済大国である米日の中央銀行が、戦後のどの時期にもない超金融緩和政策を続けていることだ。流動性のある資産に流れ込むことの出来る資金の量は膨大だ。回復期待があるこの時期には、債券ではなく株式に資金が流れるのは自然である。こうした状況はしばらく続くと思慮される

アメリカの ambiguous (曖昧で二面的な) な姿勢は、先週の半ばに明らかになった。議会では G7 後の日本の介入に「G7 の精神を踏みにじるもの」といった感情的な意見が公聴会の場などで飛び交ったが、議会からそれほど離れていない財務省の住民であるテラー財務次官はニューヨーク連銀を通じた日銀の委託介入に関して、「異例なことではない」と特に拒否反応を示さず、また「アメリカの“強いドル政策”に変わりはない」と言明した。資本を取り入れるために、カンバンは下ろせないのだ。

「強いドル政策」のカンバンを下ろせず、しかし一方で政治的には弱いドルが欲しいアメリカの両面姿勢が明確になったと言える。今の政権は、ニューヨークの市場の変調をきたさずに、ブッシュ再選に必要な産業界の要望を満たすドル安が特にアジア通貨に対して欲しい。至難の業だが、アメリカの通貨当局にしては日本の通貨当局がアメリカに代わってドルの下げにクッション(介入)を与えてくれるのは、ある意味で歓迎の筈だ。それが「異例なことではない」というテラーの発言に表れている、と見ることが出来る。

ということは、日本の通貨当局の介入は今後も続くだろう。マーケットもそう読んでいるから、あえて 110 円突破を一気に試そうとはしない。足踏み状態だ。しかし、足踏みしているだけで、対円でドルが自力で反発する気配もない。なぜなら、「より一段の円高」を見ている日本国内の投資家にとって、110 円を上回るドルを買う理由はないからだ。あるのは、市場の貿易収支の不均衡で、それだけならドルは弱い。

ということは、ドルは「底打ち感」が出るまでは弱いということだ。ということは、今の状態で 110 円前後のドルが「底打ち」する可能性は低い。「介入」が続いている間は、ドルは弱いと市場の人間は思慮するからである。しかし一方で介入をやめればドルは下がる。そうした状況がしばらく続くだろう。筆者は、100 飛び台の半ばまで円高が進む可能性を依然として見ている。

もっとも、ドルは非アジア通貨に対しては自力で自律反発の動きを示した。対ユーロでは週半ばには 1.17 ドルの半ばまでであったが、週末のニューヨークの引値は 1.16 を割ったレベル。だから先週一週間のドルを総括するならば、弱い「全面安ではない」と言える。

《 is it a turning point 》

先週の市場で目立ったのは世界的な株高だ。最近の東京市場の特徴は、「今日ぐらいは調整だろう」という時に、午前中にはその通り利食いの動きになって相場は調整するのだが、午後になると再び相場が力強く上昇に転じることで、先週の金曜日の動きもそうだった。その結果、日経 225 の引値は市場関係者が「日柄整理にはまだ時間がかかる」と言っている中でも強く推移して、引値は 10700 円台に乗せて終わった。週中に発表された日銀短観が予想通りの良い数字だったにせよ、大方の市場関係者を驚かさず強さだった。

強かったのは日本の市場だけではない。香港などアジアの市場には、「アジア通貨切り上

げ」の観測もあって資金が流入して、株価は大きく上がった。この結果、香港の通貨当局は香港ドルの上昇を抑止するために、ドル買い・香港ドル売りの介入を行った。日本の通貨当局と同じオペレーションをしたことになる。一時大きく落ちていたヨーロッパの株も力強く反発した。

ニューヨークの株も週の後半にかけては連騰した。週末の上げは理由が明確だが、週の半ばの上げはコンファランス・ボードの消費者信頼感指数（8月の81.7 76.8）、シカゴ購買部協会指数（58.9 51.2）、IMS指数（54.7 53.7）、それに新規失業保険申請者数の増加など7月ごろのペースから景気拡大のペースが落ちたことを示すデータが数多く出たにもかかわらず、株価は上昇した。世界の株式市場の上昇圧力には、景気回復見通し以上の理由があることを伺わせた。

週末3日のニューヨーク株式市場の上げは、十分に理由のあるものだった。「アメリカ経済の一番の弱点」とされた雇用に関して、久しぶりの朗報が届いたからである。それは、米9月の雇用統計。「失業率は6.2%に上昇し、非農業部門の就業者数は2万5000人減少する」というのが一般的な予想だったところに、「失業率は6.1%で横ばい、就業者数は5万7000人の増加」と出たから、市場の買い気は一気に高まった。この結果先週一週間にアメリカの株式市場ダウで2.8%、NASDAQで4.9%、SPで3.1%も上昇した。この統計で、ドルは対欧州通貨に対して上昇した。

市場以上にこの数字を喜んだのは、ブッシュ大統領だ。発表から数時間もたたないうちに演説の中で同大統領は、

「より健全な経済を作ろうという政権の努力は実を結びつつある。私がアメリカの経済に楽観的な理由の一つは、我々が持つ企業家精神だ。我々の減税計画によって中小企業経営者のポケットには今までより多くの資金が入り、それによって人々は職を見つけやすくなっている」

と自画自賛した。彼は、「事態は好転している。しかし、もっとやることがある」とも述べた。彼が言うように本当に事態が好転してきたのかどうかは分からない。8月の統計で市場を最も驚かせた就業者の減少幅9万3000人（当初発表）が4万1000人の減少に下方修正されたことは明るい材料である。

しかしそもそも今年の1月以来9月まで就業者数が減り続けて、この間の累積減少幅が50万人近くに達した後の6万人弱の増加をもって、「最悪期は脱し、今後は継続的に良くなる」と言い切るのには難しい。実際のところ、米大企業の中には最近になって大規模なレイオフを発表するところがある。実際には、「生産性革命」が進む中で、景気回復期の雇用の増加ペースが不安定なことは明らかだ。成長率が何%を超えたら雇用が増え出すかの公式が見つかったわけでもない。それは90年代初頭とも違うだろう。

9月の雇用統計を子細に見ると、雇用が増えたと言っても一般的には賃金の安いサービ

ス産業で増えていることが分かる。賃金の高い製造業では同月でも雇用は2万9000人減少した。製造業セクターではこれで37ヶ月連続の雇用減少である。ただし減少幅は今年に入ってもっとも小さい。あと雇用を減らしたのは、leisure-and-hospitality sectorの3000人、政府部門の1万5000人。対して増やしたのは、サービス産業の7万4000人、Professional and business servicesの6万6000人、小売り1万人、建設1万4000人など。

先月の「米経済成長下での雇用減少」を一部では「jobloss recovery」と名付けた向きもあった。90年代の初めに言われた「jobless recovery」の時もそうだったが、この言葉は景気回復が永遠に「jobless」「jobloss」のまま進む、という意味ではない。戦後の景気回復の開始と職の増加の典型的なズレが長くなる（jobless）、ずれるだけではなくしばらく減少期が続く（jobloss）、という意味である。アメリカでは90年代の初めの「jobless recovery」のあとは、クリントンがしばしば自慢した雇用の急増期を迎えた。

9月の雇用統計の好転は、持続的な雇用の増大期間の始まりになるのか、それともそれは一時的なアヤ戻しなのか、は議論の余地がある。当然プッシュは持続的な増大期の開始であることを望むだろう。市場も9月の雇用統計を見て、「jobloss」ならいつか個人消費が行き詰まるとそれまで心配していたことが杞憂となったので、素直に株式市場にお金を入れた。しかし、先週一週間出てきた数字を総合すると、「下半期の成長ペースの方が、年率3.3%だった第二・四半期のペースよりかなり速くなる」といった観測がやや楽観的なものに見える。

《 there is an ample money to invest 》

今の世界の市場を巡る動きの中で特徴的なのは、アメリカを含めて景気がどの主要地域を見ても万全ではないのに、株式市場はあたかも各地の成長が一点の曇りなきかのような「あげっぷり」を示していることである。短観は確かに良かった。しかし、大企業の製造業の業況判断がやっとプラス1になっただけである。その他のセクターの業況判断はすべてマイナスであり、二桁のマイナスも珍しくない。しかし、株式市場はまるで手がかりを探していたかのように、上昇に拍車がかかった。

ヨーロッパは1.19ドルをつけたあとのユーロ安を背景に、最近やっと良き兆しが見えてきている。しかしその回復ペースは依然として弱々しい。にもかかわらず、先週の欧州各地株価の上げは凄まじかった。ニューヨークの株価も、週中の弱い指標にもかかわらず、株価は上げ続けた。

一つ言えることは、この株高の背景にあるのは世界第一、第二の経済大国である米日の中央銀行が、戦後のどの時期にもない超緩和政策を続けている、ということだろう。流動性のある資産に流れ込むことの出来る資金の量は膨大だ。回復期待があるこの時期には、債券ではなく株式に資金が流れるのは自然である。こうした状況、つまり景況やその見通しで判断されるよりも株価の上げの方が遙かにペースが速くなる状態はしばらく続くと思

慮される

それが良いことが悪いことが、という議論はあまり意味がない。デフレの淵でそれからの脱却を目指している日本のような国にとっては、デフレに近づくよりも株価の上昇で経済活動が活発になった方が良い。事実そう株価は動いている。日米両国の中央銀行が時間軸を示して超緩和を続けている現状では、世界の株価は上げを正当化できる指標や内部の動きがあれば、それを今後まだしばらく積極的に「買う理由」に使うだろう。

今週の主な予定は以下の通りです。

10月7日(火)	8月景気動向指数 8月家計調査 アルコールから米決算シーズン
10月8日(水)	8月機械受注 9月景気ウォッチャー調査 全国財務局長会議 米8月卸売売上高 英中銀金融政策決定会合(～9日)
10月9日(木)	日銀金融政策決定会合(～10日) 米9月輸入物価指数
10月10日(金)	9月マネーサプライ 衆議院解散の見込み 8月貿易収支 米9月生産者物価指数

あと7日にカンザスシティ連銀のフーニング総裁、8日のFRBのビーズ理事、9日はバーナンキ同理事が講演やらを行う。こうした通貨当局者で景気の先行きに対してどのような発言をするかも材料になるだろう。

《 HAVE A NICE WEEK 》

週末はいかがでしたか。また今週末は連休です。少し天気が落ち着いてきたのでしょうか。今年は異例の天候でしたから、秋らしくなるとそれはそれで安心する。「読書の秋」ということではないのですが、最近は良く本を読みます。その中から一冊。

タイトルは、「武士の家計簿」というのです。気張った本でも、大売れする本でもないでしょう。地味な本です。私も何の気なしに、新宿の紀伊国屋で買ったのです。読んだら面白かった。紀伊国屋のインターネット・サイトにはこう説明してある。

「金沢藩士猪山家文書」という武家文書に、精巧な「家計簿」が例を見ない完全な姿で

遺されていた。

国史研究史上、初めての発見と言ってよい。タイム・カプセルの蓋を開けてみれば、金融破綻、地価下落、リストラ、教育問題...など、猪山家は現代の我々が直面する問題を全て経験済みだった！生き活きと復元された武士の暮らしを通じて、江戸時代に対する通念が覆され、全く違った「日本の近代」が見えてくる。

宣伝だから仕方がないが、実際にはもっと淡々とした本です。古文書を丹念に読み解いて、猪山家という加賀藩の下級武士一族の当時の生活を再現し、その一族の人々の生き方を丹念に、丁寧に追った本。

私が例えば NHK の大河ドラマのようなものがなぜ嫌いかというと、歴史のごく一部なのに、それがあたかもその時代の全てであったかのように事大主義だからです。しかし、歴史は少数の人間だけが作ったものでもなく、その時代の物語が一つだけ、一つの視点だけで見れるものでもない、と思うのです。生きた人間の数だけある、筈だと。

そういう意味で、各時代に歴史書にも残らずに生きた人がどう生き、何を思っていたかは非常に興味がある。しかしそれはしばしば残っていない。この「金沢藩士猪山家文書」というのは、そういう意味で希有な古文書なんでしょう。それが残っている。どういう家計状態だったかも含めて。私がタイムマシンで見たいのも、こういう歴史です。

面白い指摘がいっぱいある。江戸時代が終わったとき、士族達がなぜ反乱を起こさなかったのか。それは、士族、武士の大部分は江戸時代における「身分コスト」の重みに辟易としていたからだ、とこの本には書いてある。「身分費用」という言い方ですが、つまり侍で居ることには非常に大きなコストがあってやめたい奴が江戸時代の終わりには一杯いた、というのです。この本にはこう書いてある。

江戸時代は「圧倒的な勝ち組」を作らないような社会であった。武士は威張っているけれども、しばしば自分の召使いよりもお金を持っていない。武士は身分のために支払うべき代償（身分費用）が大きく、江戸時代も終わりになるとそれほど「お得な身分」ではなくなってきた。一方、商人は大金持ちだが卑しい職業とされ、武士の面前では平伏させられ、しばしば武士に憧れの目を向けていた.... こういうのを社会学では「地位非一貫性」というのだそうだ。今の我々が住んでいる社会でも、「地位一貫性」を崩そうという力は働いている。権威とお金が両方存在するところは、次々に叩かれる。良い悪いは別問題として、人間の社会の力学はそういう方向に向かうのでしょうか。としたら、そういうことを承知の上で社会の仕組みを作った江戸という時代はなかなか優れものです。お笑い芸人が、官吏や大企業のサラリーマンなど問題にならないくらい多額の稼ぎがあるのも、ある意味では当然という見方が出来る。

今の時代も変化が激しい。しかし、江戸から幕末も変化が激しかった。では、猪山家の人々はどう生きたのか。土地が値上がりした東京と、下がった金沢。資金の運用はどうする...。日本は江戸の昔からある意味で市場経済だったな、と改めて思う。

まるで現在と同じような苦難と変化への取り組みが展開されるのです。人々の。成功する人、失敗する人。時代は変わり、人間も変わっているように見える。しかし、内容はそれほど変わっていない...と改めて思います。良い本です。

それでは、皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤 (E-mail ycaster@gol.com) が作成したものです。許可なき複製、転送、引用はご遠慮下さい。また内容は表記日時に作成された当面の分析・見通しで一つの見方を示したものであり、売買を推奨するものではありません。最終的な判断は、御自身で下されますようお願い申し上げます》