

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1706号 2003年10月27日(月)

《 yield curve play 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

1. 為替市場の目は、先週予想した通りニューヨークの株式市場の動きに集まり始めている。ウォール街が強ければドルが強く、弱ければ同通貨も弱いという展開で、先週はニューヨークの株価が好決算発表続出の中でも下げた故に、ドルは全般に下落した
2. ドルは下落したが、どの通貨に対して下げたかという点、主に英ポンドやカナダ・ドルなど高金利通貨に対して。つまり、「yield curve play」(金利プレー)の復活であって、米ドルは英ポンド、カナダ・ドル、ニュージーランド・ドルに対してここ数年来の安値に落ちた
3. よって円は複雑な動きをした。金利プレー(高金利通貨買い・低金利通貨売り)が活発化する中で、円はカナダ・ドル、ポンドなどに対して大幅に下落した。その基調が対ドル相場にも現象化して、円は対ドルでの強気見通しにもかかわらず、しばしば下落する場面があり、何回か1ドル=110円台に軟化した
4. しかし、ドルが対円で基調的な上昇局面に入ることはなく、先週末は109円台の前半。アメリカの通貨政策、ドル・円の需給を考えると今後もそうした状況、つまりドルが基調的には「円に対して安い」という状況が続くだろう。一方で、英ポンドなど高金利通貨を買う動きは続こう。ポイントはユーロが対ドルでどのくらい強くなれるのか、である
5. 今週は材料が多い。アメリカでは第三・四半期のGDPが発表され、これは予想外に強い数字が出るのではないかとの見方もある。一方、スノー財務長官が為替問題に関して議会証言する。週末には米経済の先行きを占う消費者の景気信頼感に関する調査の発表もある

円をじっと見ている人間にとって、先週は不思議な一週間だった。ドル・円の関係で言うと「ドル安基調は変わらない」という気持ちが強い中で、円は英ポンド、オーストラリア・ドルなど高金利通貨に対して大きく軟化した。英ポンドの対円相場はつい最近1ポンド=179円台があったばかりだが、先週末には一時186円台を記録した。一方、オー

オーストラリア・ドルは一時77円台を記録した。

その意味では、円はとて「強い通貨」とは言えなかったのだ。むしろ、例えば対ポンドなどで言うで一週間に数円も下落する「弱い通貨」に見えた。対ドルの動きを見ても、円は根強い「先高感」をあざ笑うように、下落する場面があった。週末のニューヨーク株値の続落でやっと109円台の前半の円高水準に戻ったに過ぎない。

《 a sense of changing paradigm 》

その背景には、世界的な金利ピクチャーの変化がある。何かというと「世界的な低金利状況の持続と深まり」というこれまでのパラダイムが変わる兆しを見せ始めたこと。低金利状況が持続する、深化するということは、「世界的な金利格差の縮小」という図式だから、「yield curve play」は後退する。事実このところ、この半年くらいは低金利を背景としたアセットサイドの動き（特に株値の上昇）に目がいて、金利に主眼を置いた資本の動きは止まっていた。

このパラダイム・シフト、つまり金利の上昇シーンは、主要国通貨の中で先週一番買われた英ポンドの母国であるイギリスで始まっている。公表された直近の英中央銀行の金利決定会合（据え置きを決定）の議事録によると、「据え置き」に賛成する理事は二人ぐらいだっただろうと思われていたのに、実際には4人もいた。「賛成5 対 反対4」の据え置き決定で、「イギリスが金利引き上げに向かうのも時間の問題」との見方が強まった。実際のところ、イギリスの政策金利は次回会合では引き上げられる可能性が高いと見られている。

先週末に発表された数字もそれを裏付けている。第三・四半期のGDPは0.6%の拡大、前年同期比1.9%という予想通りの高い伸び率になった。イギリスは消費が活発で9月の小売売上高も0.6%拡大した。イギリスにおける金利引き上げ環境の醸成は、ヨーロッパの他の諸国でも一部見られる現象である。

先進国の複数の国で金利が上昇に転じる可能性が強まったという状況は、今までにもあった単発的な先進国一カ国の利上げとは違う。世界における金利方向感の転換（下げから上げに）を予感させるもので、それは「パラダイムの変化」と呼べるものだ。

この見方が少し長い目で見ても妥当かどうかは別にして、少なくとも市場は身構える。そこに出てきたのがスノー財務長官の「これだけ米経済は強いから、米金利は上がって不思議でない」という趣旨の発言だ。長官の発言はFRBの基本姿勢（時間軸を設定した緩和基調の持続）とは異なるもので、来週のFOMCは政策金利を据え置くだらう。しかし、世界の市場関係者の目は再び「金利」に向いてきた。

「金利上昇」に目が向いた段階で、その打撃を最も受けたのは株式市場だった。「低金利の持続」と「過剰流動性」を前提としていたからだ。世界中の先週の株式市場を見ると、どの主要市場も大きな調整を迫られた。東京の株は木曜日に日経平均で500円を超す下げを記録し、金曜日にも力強い反発を見ることはなかった。

もっとも世界の株式市場はここ数ヶ月異常な上げを見せてきただけに、「パラダイム・シフトの予感」が格好の手がかり材料となって株価の調整を促した、と見るのが自然である。過去の株式市場を見ると、例えば金利が上がっても企業の業績がしっかりしている分には、調整を経ても上げ基調を継続できたことはあったし、それはそれほど珍しいことではなかった。

ここで、市場が予感し始めた今回の「パラダイム・シフト」の背景にどのようなことがあり、それがどの程度当たっており、そしてその影響度はいかほどかを検討しておく。私が下した結論はこうだ。

1. 恐らく「世界的な低金利状況の持続と深まり」という状況は終わりつつある。世界的に見れば、商品市況は高止まりしている。OPECの供給抑制政策もあるし、中国の需要が商品市況を引き締めている状況が新たに生まれつつある。こうした中では、一部の景気の良い国の金利が上昇を始めるのは当然予想される
2. しかし、アメリカは来年に選挙を控えているという政治的な理由から、また日本はその抱えるデフレ懸念故に、政策金利を低い水準に保つだろう。世界第一、第二位の経済大国が低金利政策を続けるということだ。この二カ国の長期金利を見ても、大幅上昇の兆しはない
3. ということは、パラダイムはシフトしつつあるが、そのシフトは「当面は小規模」「ローカライズされたもの」という見方が出来る。世界経済が抱えた供給余力、労働力の投入状況、最新技術が持つ物価引き下げ圧力を考えれば、世界経済全体がインフレに悩むことはかなり先だと思慮される

ということである。しかし、にもかかわらず「パラダイム・シフト」の発生は、市場に大きなインパクトを及ぼす。為替市場で「yield curve play」が復活したのもその影響だし、世界の株価が大きく調整したのもその波及効果である。

《 shifting Japanese political situation 》

通常、シフト（それが結果的に警備なものに終わっても）が始まったときには、その影響は「予想以上に進む」ものである。前提の洗い直しということは、それだけの重みを持つものだからだ。例えば、過去10年以上金利の下げしか見てこなかった日本の債券ディーラーが上げに直面した時に示した狼狽を考えれば察しがつく。世界中の市場参加者は「金利の上昇」という新しい事態にどう適応すべきかを、時に戸惑いを持ちながら迎えるだろう。

そうした状況変化を念頭に置きながら市場の今後の動向を見るならば、

1. 株式市場はいずれ上げ基調を取り戻すだろうが、落ち着くまでには動揺しやすく

なる。少なくとも、今までのような上げ一辺倒ではなくなる。株式市場では今後、銘柄選択などの動きが進むだろう

- 2 . 為替市場では、米ドルのアジア通貨に対する軟調は続くだろう。需給を見ても、アメリカの為替政策を見てもそうである。円は引き続き105円を目指す、と見る。しかし、円を含むアジア通貨は高金利通貨に対して軟化するケースが多くなるだろう
- 3 . 世界的に債券相場の動きも不安定なものになるだろう。先進国各国金融当局の政策金利が一斉に引き上げに向かう事態は遠い先である。しかし、長期金利は新しい落ち着き先を探すことになる

こうした環境下で、今週は今後の市場動向を占う上で重要な指標や証言が予想される。主な予定は以下の通りです。

27日(月)	米9月新築・中古住宅販売件数
28日(火)	9月商業販売統計 衆議員選公示 <u>米FOMC</u> 米9月耐久財受注 米10月コンファレンスボード消費者信頼感指数
29日(水)	9月鉱工業生産
30日(木)	エバンズ米商務長官来日 <u>スノー財務長官の為替問題に関する公聴会</u> <u>米3Q GDP (速報)</u> 米3Q雇用コスト指数 米3Q個人消費
31日(金)	9月雇用統計 9月家計調査(勤労者世帯) 10月消費者物価指数(東京都区部) 9月消費者物価指数(全国) 9月住宅着工 日銀金融政策決定会合 政府日銀による為替介入額公表(財務省) 米9月個人所得・支出 <u>米10月シカゴ購買部協会景気指数</u> 米ミシガン大学消費者信頼感指数(確報)

今週はいよいよ衆議員選公示が行われる。日本の選挙はいまのところあまり相場材料になっていない。自民党の勝利予想が一般的だからだ。しかし、藤井問題、中曽根問題など必ずしも小泉首相に有利でない材料が最近続出している。これ以上自民党、連立与党に不利な材料が出てくれば、海外の投資家の中には円資産の保有への不安感が台頭することも生じよう。しかし今のところ、自民党勝利の予想が大勢である。

火曜日に予定されている FOMC に対する私の見通しは、「利上げはない」です。理由はいくつかありますが、

1. アメリカの物価状況は依然として安定していて、上昇する気配を示していない
2. 景気情勢も利上げを正当化するほどに強くはなく、先行き、特に来年に関しては弱気の見通しもある
3. FRB は時間軸を念頭に「緩和を続ける」と述べており、その方針を変える理由は生じていない

です。そうした中でのポイントは、声明の内容でしょう。それが前回と変わるかどうか。数字で注目されるのは、米 GDP 統計です。先週の株式市場を見ていると米企業の好決算にはニューヨークの株式市場は反応しなかった。GDP 統計はかなり強い数字を見る向きが増えているので、弱い数字が出たときの方が影響は大きいかもしれない。

《 have a nice week 》

アメリカやヨーロッパは冬の接近とともに、標準時間に戻りました。米東部で10月26日の午前2時をもって夏時間が終わったため。この結果、米東部時間と日本との時差は14時間の日本アヘッドとなる。ヨーロッパとは9時間の差。ニューヨークの株式市場が終わる午後4時が、日本時間の翌日の午前6時です。

野球は日本では今日が決着ですが、アメリカは終わってしまいました。私は個人的にも日本での確立した地位を捨ててアメリカに挑戦した松井を応援していて、ネット上に応援サイト (<http://www.ycaster.com/chat/matsui.html>) まで設けていたのですが、今年はトップにはなれなかった。

しかし、一年間を通して見るとやはり彼に対しては「拍手」を送りたいと思う。彼がいたからこそ、ヤンキースはあの舞台に立てたのだと。ジーターやバーニーが怪我で出られない期間に一番頑張ったのは松井です。ソリアーノやジオンビーの荒っぽい打撃に比べて、シュアさが目立ったのも松井。だから、首脳陣の高い信頼に繋がった。それがワールド・シリーズ第5、第6戦での「4番」となったのだと思う。何せ彼は、大リーグのどの選手よりも多い181試合に出た。

しかし、レギュラーシーズン4番に座った4~5試合で確か15打数1安打。今回のワ

ールド・シリーズも第5、第6 銭の2 戦合計で9 打数1 安打。一本打って欲しかったな。まあ来年の課題が出来たようなものです。今年の初めだったのですが、松井の入団以来の成績をずっと調べたことがあった。分かったのは、「彼は確実にステップアップする打者だ」ということでした。もしそうなら、来年の松井は今年以上に期待できる。

来年はヤンキースも大きく変わる。クレメンスが引退し、ウェルズもどうなるか。契約関係でペティットも今年が最後かもしれないという。松井がそうしたなかで、来年は最初から4 番になる可能性もあると思う。見ていてヤンキースの課題は「守り」だと思いました。ブーン、ソリアーノが荒い守備だし、ジーターも素晴らしい守備が多いが、肝心な時にエラーが出る。

ブーン、ソリアーノの二人は打撃でも三振が多すぎる。三振と言えば、ジオンビーもそうです。いつも強いと思われているが故に、逆に「弱いところから強くなる」というマーリンスがもっていたような「uprising」なところがなかった。これをどう解消するかです。多分ヤンキースには、「uprising」なチームにも勝てる常なる力を蓄えるしかない。これはなかなか難しい。来年はボストンも巻き返しと curse（バンビーノの呪い）の解消を狙ってくるでしょう。

そうした点をどういう形で補強してくるのか。楽しみでもあります。今日の阪神・ダイエーは先発の出来が試合を決めると思う。和田は計算できるとして、阪神の先発はムーアか井川。それにしても、日曜日の試合ではなぜ先発が伊良部だったのか。謎です。温情ですかね。命取りにならなければ良いが。

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》