

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1709号 2003年11月17日(月)

## 《 world economy: getting stronger 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 先行していたアメリカに加えて、日本、そしてヨーロッパもプラス成長のカテゴリーに入ってきた。今後の持続力に対する懸念はあるものの、世界経済は全体としてゆっくりした拡大基調を取り戻した。中国が世界経済のエンジンの一つになるなかで、この基調はしばらく続こう
2. しかし先週も指摘したように、ドルは米経済の回復基調にもかかわらず“脆弱性”を露呈している。同通貨の脆弱性は、今後一段と我々の目に付くようになるだろう。アメリカの対イラク政策の大きな変更であるイラクへの早期権限委譲案が具体化しても、同国の情勢が落ち着く保証はない
3. 世界の株式市場は調整局面の色彩を強めている。この調整は、10月を無事に乗り切った分だけ年末にかけて長続きする可能性がある。世界の主要国の株式市場は、景気の回復を今年これまでに十分相場に織り込んでいた。しかしその調整後は、株価は全体に切り返してくる可能性が強いと考える

先週は、他の諸国に先行したアメリカの発表にやや遅れて、日本や主要欧州国の第三・四半期 GDP 統計が相次いで発表された。日本のそれは国民所得統計速報で示され、GDP (季節調整値)は物価変動を除いた実質で4 6月期に比べて0.6%増、年率換算で2.2%増加した。これで7・4半期連続の増加。名目はマイナス0.02%の減少だったが、それでも実質の数字は市場予想の「0.4%増、年率換算で1.5%増」を上回った。

内訳を見ると、設備投資と輸出が主導の成長だと分かる。個人消費はわずかに増加になっただけで、景気を主導したのは企業、特に製造業大企業である。これは短観などに示された日本経済の姿そのものだ。民間住宅投資も伸びたが、これは金利が底と見ている向きが多いことを示している。しかしGDP寄与度は小さい。日本経済の課題が「個人消費」であることが分かる統計だった。

ユーロ圏経済の50%を占めるドイツ、フランスの7 9月期 GDP も先週に発表され、ドイツは一年ぶり、フランスは二・四半期ぶりのマイナス脱却になった。ドイツの同期は前期比で0.2%、年率で0.8%のプラス。「輸出の急増と同時に輸入が減り、差し引きで

の明らかな外需増加が寄与した」と説明されている。

フランスの実質 GDP は、前期比で 0.4% 増。「2004 年については、強いとはいえないが、年率 1.6% の成長が期待できる」と国立統計経済研究所は述べている。ユーロ圏経済全体について欧州中銀月報は、「ユーロ圏経済活動は改善に向かっている」「2004 年に向けて、景気回復の動きがより幅広く、より強くなる」と述べ、さらに世界経済全体について「明らかに回復が進んでいる」との判断を示した。

日欧に先立って発表されたアメリカの第三・四半期の成長率は年率 7.2% で、ほぼ 20 年ぶりの高い伸び率だった。今後については、第四・四半期については年率 4% 前後になった後、来年の前半も高い成長率が続くとの見通しが一般的のようだ。ウォール・ストリート・ジャーナルには、「エコノミストは、来年の米経済成長率の引き上げ作業を行っており、この景気の持続性について自信を深めている」との見方が紹介されていた。

それによると、同紙の調査対象になったエコノミスト達 (53 人) は一ヶ月前の予想で来年第一・四半期について 3.9% としていたアメリカの成長率を 4.1% に、第二・四半期について 3.8% だったのを 3.9% に引き上げた、という。エコノミストらは、今年第四・四半期については 4.0% の成長を予想しており、また来年後半の成長率について 3.9% を見ているという。

つまり、大統領選挙が終わる来年の末までのアメリカの成長率は、ずっと 4% 前後の高い水準を続けるとの見方をしていることになる。日本も徐々に内需拡大 (今のところ設備投資中心だが) という形で景気拡大の火がつきつつあるが、欧州は輸出依存の景気回復で「アメリカ依存」の側面が強いだけに、このアメリカの景気拡大持続予想は心強い。

来年上半期のアメリカ経済に関しては、今までは「減速」に対する懸念が強かった。個人消費の息切れ、住宅投資の鈍化など。しかし、アメリカのエコノミストはどうやら先行きを懸念はしていないようだ。今のアメリカ経済については、私を含めてアメリカ以外の国から悲観論が聞かれ、アメリカ国内からは楽観論が聞かれる、という構図である。

全体的に見ると、懸念材料を抱えながらも世界経済は一時の危機的状态から徐々に抜け出しつつあるとも言える。あとで触れるが、商品相場の動きなどは世界経済の大きな変化を指し示しているようにも見える。

### 《 well beyond March 》

イギリス、オーストラリアが先々週金利を引き上げたが、先週発表された世界各国の成長率統計は、他の国々でも徐々に利上げの可能性が出てきたことを物語っている。しかし、日米という世界 1 位、2 位の国について言うと、利上げはまだ相当先のようなのである。アメリカについて言えば FRB がポイントと見ているのは、成長率の高さではなく設備稼働率の低さと失業率の高さであって、これが解消しないと動かないとの見方が強い。当局者からの発言も出ている。

Any hopes that rate increases are just around the corner were disappointed by St. Louis Federal Reserve President William Poole, who was quoted in an interview with Bloomberg News as saying that the Fed can keep short-term interest rates low "well beyond March."

Friday, Philadelphia Fed President Anthony Santomero said that although the strengthening economy allows for a less stimulative then more neutral monetary policy, "any policy adjustments need not take place in the near future." These words echoed remarks made Thursday by St. Louis Fed President William Poole, that short-term rates could stay low "well beyond March."

記事の中の引用発言は前者がセントルイス連銀のプール総裁、後者はフィラデルフィア連銀のサントメロ総裁のものである。プール総裁は、「3月をはるかに超えて超低金利は続く」と述べている点の特徴である。先のFOMC声明は「for a considerable period」と期間を明確にしない内容だったが、各地連銀の総裁の発言によってより詳細な時間軸が表れてきていることになる。連銀関係者は、利上げ観測を必死で打ち消しているように見える。

日本はCPIで利上げの条件を厳しく縛っている。その意味では、日本とアメリカは個々当面は利上げへのステップを当面は踏まないということだろう。もっとも、日米の金融当局の戦略には、「景気をもっとしっかりする前に長期金利を上げたくない」という思惑も見える。その辺を市場がどう評価するのだが、今のところこの戦略は成功しているように見える。ということは、今後の世界経済はアメリカに加えて徐々に中国が「エンジン役」を担う中で成長ペースを高めると予想される中で、アメリカ、それに最新のGDP統計でもデフレ懸念を払拭できなかった日本は超金融緩和状態を続けると言うことである。

ただし、17日朝の日経金融新聞にある「世界の金融緩和 転換いつ？」という記事が示すような「引き締め」への転換点あまり遠くない時期に訪れるのは、このニュースでも指摘してきた通りだろう。世界経済には「中国」という新たなエンジンが加わりつつある。日本、ヨーロッパの景況が良くなれば、インフレ圧力は高まる。

成長力が高まり、加えて企業の業績が高まっている中では、基本的には世界の株価は堅調になっておかしくない。先週を見ると、例えば南米などではメキシコの株価が代表的な株価指数であるIPCで、2日連続で最高値を更新した。一方、ブラジルでもボベスパ指数が取引時間中の最高値を3年半ぶりに更新した。両国の経済改革の進展を背景に国外から投資資金が流れ込んでいると見られる。途上国の市場では、株価が高値を追っているケースが多い。

対して、成長期待からこれまで急ピッチで値を上げてきた日米ら先進国の株価は調整局面に入っている。10月は過去の例から危険な月との見方があったが、この月をうまく乗り

切ったところでの調整局面。ヘッジファンドの決算期など市場の内部要因から、この調整はしばらく続く可能性がある。市場関係者にとっては、一部の国で金利が上がり始めているのも気になるだろう。アメリカには投信不信がくすぶっているし、その不信が伝統的な証券会社だけでなく、チャールズ・シュワブなどネット系の証券会社にまで飛び火しているとの報道もある。

しかし、経済が成長を続ける見通しが強く、かつ企業業績が良ければ、株式市場は日柄調整を終えた段階で再び上値を追う展開になると思慮される。ただしそれが年末からか、来年に入ってからかは今のところ不明である。日本の株価は発射台の問題から、アメリカの株価より下値不安は小さいと思慮する。

先週目立ったのはドルの下落である。先週のレポートで「ドルの脆弱性」に触れたが、それが現実になった週だった。経済は順調でも、アメリカが経済体質として抱える問題（双子の赤字）や、帝国のコスト（イラク問題などセキュリティーなど）は大きい。

週末の相場を見ると、対ユーロが1ユーロ＝1.17ドル台の後半（月曜早朝現在では1.18ドル台）、対円が108円台の前半。これは一週間前の1.14ドル台からの大幅下落。ドルの軟調は、例えばカナダ・ドルなどに対しても目立った。米ドルは先週末のニューヨーク市場で1.2954カナダ・ドルと、10年来の安値に落ち込んだ。カナダの対米黒字が増加したことなどが背景。カナダ・ドルの高金利も米ドル安を誘発している。

円の為替レートを見ても、高金利通貨高の影響は出ている。オーストラリア・ドルの対円相場は先週末の段階で78円台になっている。全体に低金利の状態が続いている世界では、金利が高いということは投資魅力になる。インフレが基調だった時代の高金利国は「他の国々よりインフレ率の高い経済運営に節度のない国」に見えるが、デフレ基調が強い時代の高金利国は必ずしも昔の悪いイメージはない。

むしろ、デフレ時代の高金利国は「相対的に経済が強い、デフレ圧力に抵抗できるだけの力のある国」という印象がする。この低金利の環境において金利が高いことは、世界の投資家にとって魅力だ。事実、資金は動いている。日本の一般投資家のオーストラリア・ドル建て資産の保有熱意はよく知られている。

どちらかという、デフレ時代の高金利国は「相対的に経済が強い、デフレ圧力に抵抗できるだけの力のある国」という印象がする。こうした観点からすると、従来の高金利通貨の持っていた脆弱性（経済運営が悪いから高金利だという認識から来る当該通貨の弱さ）がないことに気が付く。

恐らく、対外収支の好調で黒字を続けている日本の円が米ドルに対しては強いのに、高金利通貨に対して弱いのは、そうした背景があるのだろう。筆者はドルに対して強い円が、しばしば高金利通貨に対しては軟化する現在の状態がしばらく続くと思慮する。

今週の主な予定は以下の通りです。

11月17日(月)	米9月企業在庫 米11月NY連銀指数 米10月財政収支
11月18日(火)	経済財政諮問会議 米10月消費者物価指数 欧州委員会(独財政赤字を協議)
11月19日(水)	特別国会召集(内閣改造の見通し) 米10月住宅着工 10月北米半導体製造装置BBレシオ
11月20日(木)	日銀記入政策決定会合(~21日) 米10月コンファランスボード景気先行指標総合指数 米11月フィラデルフィア連銀指数・ECB理事会 シュレーダー独首相が訪米
11月21日(金)	9月第三次産業活動指数 8月単身者世帯消費動向調査 福井日銀総裁定例記者会見

最後に、中国が世界経済のエンジンになりつつあることの一つの証左として、同国の需要が商品相場を大きく動かしている事実を指摘しておこう。例えば大豆定期相場。同相場は、1999年から2002年半ばまで続いたブッシェル5ドルから上放れて、現在は8ドルに達しようとしている。その背景は、中国からの需要。米農務省は先週、10月時点の今後一年間の中国による大豆輸入予想量を5500万ブッシェルから、なんと8億800万ブッシェルに引き上げた。

これは、中国での大洪水などに伴う生産高の減少、人口増や生活水準の向上に伴う需要増加が予想以上に進むとの観測に基づくもの。こうした見方を裏打ちするように、中国の穀物在庫は減少しており、この結果まず中国国内で穀物価格が急騰(今朝の日経にはこれに関連した記事がある)一部の地方では昔日本であった「米騒動」並の騒動が起きそうな状態になっているという。米農務省は、10月時点の中国の綿花輸入予想も大幅に引き上げた。

アメリカの穀物産地である中西部は早魃に近い状態で生産高は8年ぶりの低い水準。となれば、中国への輸出が進む中で、アメリカの在庫も少なくなる。その結果は、高価格ということになる。デフレの元凶といわれ続けた中国は、一方で海運運賃や非鉄金属などの価格の押し上げ要因になりつつあるということです。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。それにしても、スポーツには「絶対」ということはないものです

ね。数日前から千駄ヶ谷の周辺には東京国際女子マラソンの予告があちこちに張ってあって、「ああ、ここを高橋尚子さんが走るのか…」と思って見ていたのですが、彼女に関しては、負けたことの方がびっくりでした。20キロを過ぎたあたりからテレビを見たのですが、22キロの辺でアレムを引き離したときは、「やっぱし」と思いました。このまま行くだろうな、と。

しかし、30キロを過ぎたあたりですかね、5キロのラップが17分台の後半になったころから「おかしいな」ってなものです。その後は反発力もなく、そのまま2位の後退。ゴールした高橋さんが笑顔だったのが安心材料だったのですが、「エネルギー不足でした」と。前日、前々日の食事かなにかに問題があったのかと。体を絞りすぎているように見えた。つまり、あまりにも絞って体に余裕がなくなっているような。御両親は、「痩せすぎている」と見たようですが、これが当たっていたのでは。

それにしても、高橋尚子も普通の人間だった、ということでしょうか。31才という年齢も気になる。日本に与えられた枠は三つだそうで、野口さんが決まっているので、あと二つ。新聞の記事を読んでいたら、高橋はもうオリンピックまでの選考レースで走る気持ちはあまり持ち合わせていないようです。しかし小出監督は走らせて代表の座を取らせたいという。そりゃそうだ。27分台では誰も納得しない。この師弟が迎える初めての試練でしょうか。

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》*