

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1739号 2004年07月05日(月)

《 sensing a peak 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 先週一週間に出了指標や景気判断材料から感じ取れたのは、日米双方での「景気の当面のピーク感と、今後の若干のペースダウン」の兆しでした。1日発表の日銀短観についてはマスコミの目は2004年6月の「最近」の業況判断が3月調査より予想以上に改善したことに集まっているが、筆者はむしろ「先行き」が「最近」より悪化する点に着目した。大企業製造業ばかりでなく、「先行き」の悪化は中堅企業の製造業と非製造業にも見られる
2. アメリカでも、耐久財受注など幾つかの指標で景気拡大ペースの鈍化を予感させる統計が出てきている。第一・四半期のGDP伸び率は最終的に4%を下回ったし、2日発表の雇用統計での雇用の伸びも市場予想を大きく下回った。この変化を非常に敏感に感じ取ったのは株式市場や債券市場だ。今のところこのピーク感は、米中での利上げ観測が強い中での「景気の踊り場」の出現を予感している可能性が高いが、それでもここ数ヶ月の強気見通し一辺倒からの大きな変化である
3. その意味では、先週開催されたFOMCが利上げ幅を0.25%に押さえたのは非常に賢明な、「measured」な対応だったといえる。FOMC声明の中には無論、景況次第で利上げのペースを変えるという含意文はあるが、全体的なトーンは本格的なインフレの到来を予想してはいない。今の世界経済全体が置かれている状況や、アメリカ経済の先行き見通しの中では極めて妥当なものだろう。その意味では、アメリカでは当面慎重な利上げが続くだろう
4. 今週からの市場は、「景気の現状と先行き」を改めて見直す状況になるろう。各市場でその見直しの変化に対する影響が出る可能性がある。株価は景気や企業収益が予想されたほど強くないとなれば、それなりきの調整を日米ともにするだろうし、為替は日米の良かった景況感が見直される過程では、ヨーロッパの見直しが出る可能性がある。つまりユーロ高の可能性である。夏場で市場参加者が減る中でのダルなトーンの中での相場の微妙な動きという形になる可能性もある

1日発表の短観の見方は複雑だ。現象的には、大企業製造業の業況判断が1990年代

初め、つまり80年代の大好況（それをバブルと呼ぶ人もいるが）の残照の時期以来の高いプラス（具体的には+22、前回3月は+12）になったことがマスコミの記事になっている。また確かに中小企業製造業の業況指数も12年7ヶ月ぶりにプラス（+2）になったのも特筆に値する。そういう意味では、今の日本の景気は最近になく良い。

マスコミの関心は現状にあるが、市場はその先を見る。そしてその先行きを見ると、大企業製造業は「先行き」が「+21」で「最近」より1ポイント悪いと見ている。つまり、今よりは良くなれないと見ていることになる。企業別、業種別で見ると「先行き最近からのマイナス」は中堅企業の製造業と非製造業にも見られる。景気改善の波及が今後予想される中小企業を見ると、製造業と非製造業の両方で「先行き」は横ばいである。ということは、良くなれないとの判断だ。

特殊な事情は考えられる。短観調査はあくまで担当者へのアンケート調査だから、アンケートを受ける担当者が直近の景況判断の改善を受ける形で「最近」の欄に実感以上に「良い」を書き入れたとすると、その分だけ「先行き」の評価に慎重になった可能性がある点だ。あくまでも「良い」「悪い」は書き込む人が自社の数字を勘案した上であるとはいえ「心理」が働く。それほど科学的な判断ではない故に、「最近」欄での判断のプラスへの振れ（+22は市場の平均予想を5ポイントも上回った）が、「先行き」で戻しを受けた可能性がある。

業種業態で見ると、先行きの大幅悪化を予想しているのは、大企業の非鉄金属（マイナス10）、大企業のリース（マイナス13）、中堅企業の石油・石炭（マイナス15）、窯業・土石製品（マイナス11）、鉄鋼（マイナス20）、自動車（マイナス12）、中小企業の自動車（マイナス17）など。逆に「先行き」が良くなると見ているところでは、大企業の紙・パルプ、小売り、中堅企業の小売り、中小企業の紙・パルプ、小売り、通信、情報サービスなど。目立つのはどの業態でも「小売り」が入っていること。全体的に言えることは、中堅企業の先行きが悪いということだ。

《 there might be a lull 》

景気のピーク感は、アメリカでは景気指標の中に出てきている。日本が短観という非常に心理要素の多い調査で出てきていて、逆に指標では見られないのと対照的に、アメリカでは月次の具体的な「指標」の中に見られるのが特徴である。

市場の人間が最も注目していた数字は2日発表の米6月雇用統計だが、そこには明らかに雇用拡大ペースの鈍化が見える。非農業部門の就業者数の増加は市場が予想し、そしてある意味では確信していた20万人台（予想の中心は25万人増）ではなく11万2000人で、失業率も前月と変わらずの5.6%だった。4月、5月の雇用者数も合計3万5000人下方修正された。つまり雇用の増加は続いているが、市場が期待したほど、またブッシュ政権が期待したほどではなかったということである。であるが故に、ブッシュ大統領は「雇用の拡大は続いている」というコメントを発表さざるを得なかった。

この雇用統計以外にも、消費者の景気信頼感以外では、米景気の鈍化を感じさせる統計が多い。直近の耐久財受注もそうだし、2日に発表された工場受注も二ヶ月連続の減少となった。第一・四半期のGDP伸び率の改定値は心理的に重要な4%の水準を下回って3.9%になったし、自動車販売は減少しており、住宅ローン申請件数は減少している。一部には、「拡大のペースばかりでなく、持続性そのものに疑念が出てきている」との見方も市場にはある。こうした見方もあって独立記念日連休控えで午後2時には取引を終えたニューヨーク債券市場では、指標10年債の利回りが4.46%まで下がって終わった。最近にない低水準である。

関連するが、この週末にはアメリカでは消費にも陰りが見えるという「Cracks in the Consumer Armor」というウォール・ストリート・ジャーナルの記事が面白かった。消費が主導してきたアメリカ経済を分析する上で参考になる。

筆者は、こうした「弱さ」を示す統計が直ちにアメリカ経済の大幅鈍化を予想させるものではないと見ている。しかし市場の見方が強すぎたところから修正を迫られてきたことは確かである。そういう意味で、1日に「0.25%の小幅利上げ」を決めたFOMCは極めて妥当な判断を示したと言える。

FOMCの最初の3パラグラフは以下の通り。

The Federal Open Market Committee decided today to raise its target for the federal funds rate by 25 basis points to 1-1/4 percent.

The Committee believes that, even after this action, the stance of monetary policy remains accommodative and, coupled with robust underlying growth in productivity, is providing ongoing support to economic activity. The evidence accumulated over the intermeeting period indicates that output is continuing to expand at a solid pace and labor market conditions have improved. Although incoming inflation data are somewhat elevated, a portion of the increase in recent months appears to have been due to transitory factors.

The Committee perceives the upside and downside risks to the attainment of both sustainable growth and price stability for the next few quarters are roughly equal. With underlying inflation still expected to be relatively low, the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured. Nonetheless, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to fulfill its obligation to maintain price stability.

ポイントとしては、まず「measured」の単語が残ったということだろう。つまり、FRBとしては「(利上げを)慌てません」と改めて市場にその steady さを示した。もっとも、FOMC らしくこの「measured」という単語を残した直後に「経済見通しの変化には対応しますよ」と引き上げペースの加速の可能性に触れてはいる。しかし、肝心のインフレ見通しに関しては

「今後数四半期の物価見通しの上下リスクはほぼ均衡。基調的なインフレ率は依然として低いと予想される」

「インフレに関する最近のデータは水準が若干上がったが、最近数ヶ月のインフレ率上昇は、一部は transitory factors (長続きしない一時的な要因)である」

と述べている。つまり、FRBとしてインフレ率の上昇はあまり気にしていない、というスタンスを取っている。妥当だろう。

筆者の声明を読んだの第一印象は、「これからの利上げも、引き続き慎重にやるのだろう」というもので、それは2日に出た雇用統計と事後摺り合わせしてみても、納得のゆく判断だったように見える。声明の内容は前回のレポートの予想とあまり変わらないのですが、一つ FOMC が声明発表で気をつけているなど思ったのは、声明のイントロである。

「The Committee believes that, even after this action, the stance of monetary policy remains accommodative and, coupled with robust underlying growth in productivity, is providing ongoing support to economic activity. 」

の部分。つまり、FF 金利の誘導目標、それに公定歩合を各 0.25% 引き上げはしたが、この利上げ後においても金融政策のスタンスは依然として緩和的であり、生産性の強い伸びと相まって、(金融政策は)経済活動への支援を提供し続けていく、という姿勢。つまり今回の利上げは、「back to the neutral」のプロセスであって、「引き締めではない」と言っているのである。まずは市場へのメッセージを込めた、ということでしょう。

ということは、よほどの景況や環境の変化がなければ、8月10日の次の FOMC では利上げは「あっても 0.25%」という予想を立てることが出来る。あくまでも利上げは「measured」になるということだ。

《 a changing mood in a dull mart 》

日本の景気について言えることは、短観の心理調査では多少先行き不安が出てきてはいるものの、指標には依然として強いものが多い、ということだ。既に述べたが、恐らく短観の調査に応じた企業の担当者の間には「今の日本の景気はどうみても過去 10 年あまり

で最も良い。であるがゆえに、こんな良い状況は続かないかもしれない」という心理が働いたのであろう。最近出た本で面白いと思った雑誌の表題は、「好景気を知らない世代への……」というものだった。確かに今の日本では好景気を知っているのは社会人歴15年以上の世代である。

「好景気」と言われてもピンとこない人も多いし、心理のどこかに「こんなに良いはずがない」という心理の引きずりがある。90年代初めの不況開始の時期にも、「こんな筈では」という心理は日本中に充満していた。人間の心理が変わるのには時間がかかる。今回もその可能性が強いし、実際に経済指標には依然として強いものが多い。短観の内容を見ても設備投資意欲などは極めて強い。

対して、アメリカでは重要な経済指標で緩やかな景気の鈍化を示す数字が出てきている。大統領選挙の佳境に入る中での景気鈍化はブッシュ政権にとって懸念材料だが、今から景況を改善させる手だてがあるわけではない。イラク情勢の悪化など外部要因もあり、長期的なアメリカ経済の成長余力には疑いがないものの、今年から来年にかけてのアメリカの景況は多少鈍化してくる可能性も強い。

こうした中では、夏のダルな市場環境の中でも相場はそれなりきの動きを示す可能性が強い。連休前とはいえ、ニューヨークの株式市場が連休前に二日連続大幅に下げたのはそうした状況を反映したものだろうし、外国為替市場でのユーロ高・ドル安もそうした状況を写したものかもしれない。筆者は、アメリカと日本の景況に出てきた「ピーク感」(中味はかなり違うが)は、為替相場には「ユーロのミニ復権」として顕現化する可能性が強い、と考えている。債券相場は一旦反発につながったあと、再びインフレ懸念の強まりの中で下落しよう。

今週の主な予定は以下の通りです。アメリカが独立記念日の休場があって、あまり大きな予定はない。珍しく、アメリカで重要な経済指標の発表が何もない、といっても言い過ぎではない週である。

7月5日(月)	米国市場休場(独立記念日の振り替え休日) インドネシア大統領選挙 日本・フィリピンFTA交渉
7月6日(火)	5月景気動向指数(速報値) 5月家計調査(全国) 中国の銭前副首相が来日(~7日、京都) 米6月ISM非製造業景況指数
7月7日(水)	英中銀金融政策決定会合(~8日)
7月8日(木)	5月機械受注
7月9日(金)	米5月卸売在庫

《 have a nice week 》

週末はどうでしたか。土日両方とも暑かったですね。「暑い」で思い出しましたが、先週のあるラジオ番組でマレーシア経済を取り上げた際、マレーシア日本人商工会議所広報渉外委員長で丸紅クアラルンプール支店長の津田さんに電話で出て頂いたら、「日本は暑い」という会話をしていた中で彼がしらっと、「マレーシアには三つの季節があります」と。へえ、何が抜けるんだろう、まあ冬だろうと思っていたら彼が言うのです。マレーシアの三シーズンとして

hot

hotter

hottest

と。これには思わず笑いました。ま、今の東京もそんな感じですか。

暑かったのですが、土曜日は子供の友達で、小学生から中学生にかけて本当に毎日のくらしいに我が家に来ていた近所の男の子である清野拓人君が、かねての希望通りに日大の芸術学部に入り、そして2年生になって早くも劇団を立ち上げて待望の旗揚げ公演を行うというので、王子まで出かけました。

王子小劇場という駅から歩いて3分くらいの劇場。数十人も入れれば一杯の印象がするが、案内だと100人までと。劇団の名前は、「東京トレーディングプレイス」というのです。清野君の説明によれば、劇団の名前は『ジョン・ランディス監督映画「大逆転」の原題「Trading Places」と、三谷幸喜氏が主宰している劇団「東京サンシャインボーイズ」の「東京」だけを拝借し、それを足して2で割った」とある。

夢はでっかいですよ。「劇団を立ち上げることが長年の夢でした。そして待望の旗揚げ公演です。今回は恋愛モノの王道に挑戦します。次回はホラーを予定しています。そして幾公演か重ねた後、数年後にはブロードウエー進出を考えております。お楽しみに……」。そうそう、どうせ持つなら夢はでっかくなっちゃ。

出し物は「四丁目カフェで会いましょう」というのです。カフェの従業員、客、店長、オーナーなどを巡る恋愛模様、人生模様の、笑いとペーススありの舞台です。なにせ一番前に座りましたから、役者が1メートル前で動き回る。なかなかみな芸達者で、こんな小劇場で演劇を見たのは初めてだったし、面白かったですよ。とにかく笑えるんだ。

いつも見ている大劇場での演技もいいかもしれなが、こういう小劇場での舞台もとっても親しみが湧いていいなあ、なんて思いました。日曜日が最終日で、問い合わせは「090-4453-1441」とある。記憶では、午後1時くらいと、午後6時の二回公演があるんじゃないかな。お近くの人、興味ある方にはどうぞ。チケットのあまりがあるかどうかは私は知りません。

次回公演も決まっています、「トランシルバニアの夜は更けて」というのだそうです。8月かな。トランシルバニアと言えば、「森の向こう」のドラキュラものかな。それものには季節もいいし、また行こうかなと思っています。いや、小劇場ってのは結構面白いんですよ。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》