

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1752号 2004年10月25日(月)

《 smell of crisis 》

今週のレポートの主な内容は以下の通り。

1. 接戦が予想される米大統領選挙をあと2週間後に控えて、ドル相場に「下入れ」の傾向が出てきている。選挙の先行き不安に加えて、アメリカ経済の先行きに対する不安、それに双子の赤字への懸念増大などが背景にある
2. 加えて、原油相場の高値更新は世界の株式市場を不安定にしている。東京でもニューヨークでもこの傾向は見られる。ドルと株の不安定化によって、イラク情勢に改善の兆しが見えないこともあって、世界の金融市場は全般に不安感が強い
3. こうした中で資金は「flight to quality」の動きを見せており、特にアメリカの債券市場では債券が買われ易い状況が生まれている。一方で、原油市場へは投機資金の流入がある。むろん、先週のレポートでも指摘したとおり、原油の高値更新の基本的な背景は、タイトな需給環境である
4. 当面世界の各地市場の展開は不安定なものになる。FRBが米経済の先行きに強気を崩しておらず、11月のFOMCでは利上げを続ける見通し。しかし、世界の株式市場が次の利上げをどう迎えるかは分からない。ドルは当面は弱基調程度の展開だろうが、環境変化の中では大きく下げる可能性がある

先週を振り返ると、ドルが対ユーロで久しぶりに1ユーロ=1.26ドル台に乗ってきたのは、日本時間の20日夜10時過ぎでした。その時のドル・円相場は108円台でしたが、その後の展開でドルは対円で107円台のローまで下げて週を終えた。その際私の気持ちには「ドルのレンジからの下入れ」という印象が強く残った。

そのユーロは週明け25日の東京市場の早朝には、1.27ドル台に上昇している。ドル安の進行。週末の新潟での地震にもかかわらず、円相場は対ドルでは107円台の前半で、ドルは安い。ユーロ・円が強く、136円台の半ばにある。ドルは週末を経て対ユーロでかなり大きく下げた。

こうしたドル安の背景はいくつかある。主にアメリカ・サイドの要因だが、まず財政赤字と貿易赤字の大幅な増大。ともに史上最大を更新するペースである。財政赤字は14日米財務省発表で2004会計年度(03年10月-04年9月)は4125億5300万

ドルの赤字となった。ブッシュ政権下で2年連続の最大記録の更新である。

次いで、貿易赤字は今年に入って単月で500億ドルを超えてきている。8月を見ると、同収支（モノとサービスの取引の合計・季節調整済み）は前月比6.9%増の540億4100万ドル。それを単純に1.2倍すると、6480億ドル。アメリカをGDPで「11兆ドル経済」としても、貿易赤字の対GDP比は5.9%と6%に近い。二つの赤を足すと1兆ドルに達する。

日米貿易摩擦激しき折りの経験則は、「この数字が3%を超えると危険」というものだった。つまり、この対GDP3%の貿易赤字水準は、「海外諸国が通貨を安くしているから、アメリカの赤字が増える」として、アメリカ（業界、労働組合、議員や議会など）が騒ぎ出す水準である。今はそれを遙かに超えている。

現在はアメリカの最大の赤字国は中国になっている。従って、現時点におけるアメリカの通貨戦略のターゲットは、円などのG7諸国通貨ではない。どちらかと言えば中国の人民元で、当時と環境が違うのは確かだ。しかし日本の円が対アメリカ黒字国通貨である事情は変わらない。アメリカの赤字額は決して無視して良い数字ではない。変動相場制の今の為替市場を昔から見ている市場関係者に頭には、「ドルが落ちやすい客観的な環境」のデジャブがある。「双子の赤字」の環境は、そんなデジャブを生みやすい。

ニューヨークの株式市場が好調で、それに対して順調に資金が入っている時なら、「デジャブな環境」は無視されたかもしれない。しかし肝心のニューヨークの株はダウで1万ドルを割っている。先週の金曜日の動きでも明らかだが、アメリカの資金を入れるインセンティブは低下している。

《 again playing down, but 》

アメリカの“赤”は財政収支や貿易収支だけではない。家計にも存在する。カード残債や住宅ローン債務の大きさだ。この方の赤も徐々に市場関係者の懸念材料の中に入ってきている。買い物好きのアメリカ人の財布事情だ。雇用が伸び、所得が伸びていれば、借金は薄まる。しかし今のアメリカはそうはなっていない。雇用の伸びは鈍く、ましてや所得は伸びていない。先進国の中で唯一目立って人口が増えていると言っても、懸念材料だ。

これについて当局者、特にFRBは過剰な懸念は必要ない、と述べている。先日のグリーンズパン議長の発言もその線に沿ったものだった。ウォール・ストリート・ジャーナルの記事は彼の発言を次のように報じている。

Federal Reserve Chairman Alan Greenspan again played down worries of a bubble in the housing market, and argued that speculative buying -- while rising by some measures -- remains low.

Mr. Greenspan, in a speech to a banking group here, also said U.S. households shouldn't have any trouble handling record debt levels, though he acknowledged that

worries over such debt "cannot be readily dismissed."

グリーンSPANは、「住宅マーケット、家庭の債務増大はそれぞれあまり心配ない」と言っている。筆者の正直な感想として、最近のグリーンSPANは「心配ない」を繰り返しているように思う。

石油価格の先行きに関しても彼は「(基本的には)心配ない」と言い、FRBの経済見通しもアメリカ経済の先行きに強気だ。グリーンSPANを長く見ているが、これほどアメリカ経済に関して「心配ない」と繰り返すのはあまり過去に例がない。本当は懸念する問題はいくつかあり、心配しているはずなのに、最近は違う。財政赤字の増加などに関しては、彼は今までは一番厳しく指摘してきた。クリントン政権ではそうだった。しかし今はおとなしい。選挙からかとも思うが、違うだろうか。

一気には行かないかもしれないが、先週の市場から感じられたのはドル安、ニューヨーク株安の臭いだ。政治的にも、今のアメリカには力強さを感じない。ドルが強い時は、必ずアメリカの政治状況が安定しているか、大統領の人气が高く、その大統領が強いドルを欲している時だ。資本を動かす人はその辺に敏感だ。頼れる大統領がいれば、資本を入れるのに安心だ。アメリカ経済は海外から資本を入れられなければ、回ってはいけない。

ところが今はその環境がない。投票を1週間後に控えて、米大統領選挙の候補者の支持率を報じる記事を読むと、「(アメリカ国民は)ブッシュには極めて批判的、しかしケリーは信頼感に欠けると見ている」という投票予定者の両候補者に対する総体的見方が紹介されている。これはニューヨーク・タイムズの記事だったと思ったが、その他の調査でも同じような結果だった。

つまり、今回の米大統領選挙は「less evil」の戦い、ということになる。どちらも積極的には投票したくない。しかし、「どちらかを選べと言われているから、どちらかに決める」という選挙。それが拮抗している。まあ言ってみれば、表現が妥当かどうかは別にして「不美人競争」。

こういう政治状況は、アメリカの市場にとって好ましくない。市場の流動性付与の程度、資本主義の最後の砦、最後は一番資本を置いて安心できるだろう国であるなどなどのアメリカのメリットを比較考量しても、ドルには対ユーロ、対円で下方圧力が掛かっていると思える。日本の通貨当局がしばらく先行きを安心できない季節がまた巡ってきたとも言える。筆者は選挙に向けて、また選挙後にも105円前後の円高局面があってもおかしくないと考えている。

《 FED to continue to raise rates 》

FRBはこうしたアメリカ経済への疑念が高まりつつある環境の中でも、利上げ継続を決意しているように見える。アメリカでは最近、米経済の「soft-patch」状況の継続の兆し故に、利上げ操作を一端止めるべきだという声も強まっている。

利上げの中断を主張しているのは、米共和党系シンクタンクであるアメリカン・エンタープライズ研究所（A E I）の有力エコノミスト、ジョン・メイキン氏。同氏は19日付の米ウォールストリート・ジャーナル紙に寄稿し、FRBは利上げを停止すべきだと主張し、その根拠として最近の原油高で米経済の減速懸念が強まっているためとしている。

メイキン氏は米経済の動向について「原油価格と短期金利の上昇が二重の重しになっており、注意しないと来年は景気後退局面に入る」と指摘。今後数カ月間の回復力の強さを確認するまで利上げを中止するよう求めた。アメリカでは上下両院合同経済委員会のサクストン副委員長（共和党）が利上げの停止を訴えている。

しかしFRBサイドからそういう声は聞こえてこない。FRBのオルソン理事は先週18日「米経済は6-8カ月前に予想していたほど強くない」として原油価格の高騰による景気の減速に懸念を表明したものの、「超低金利政策の修正を続けるだけの回復力は維持している」とも語り、経済動向を慎重に見極めながら利上げを継続する意向を示した。

同理事は5-9月の雇用者数の伸びが十分でなかったと指摘し、原油高の影響で予想よりも景気が減速したと語ったが、「米経済の回復自体は続いており、なお底堅さを維持している」と強調し、景気失速の懸念はないとの見方を示した。

またバーナンキ理事はその三日後の21日ジョージア州アルバニーで講演し、現在の原油価格の高騰を考慮に入れても、緩やかなペースで利上げを進めるという現行の金融政策を変更する必要はないとの見方を強調し、米エコノミストの間から利上げを停止すべきだとの声が出始めているのに反論した。

同理事は原油高騰について、物価を押し上げる効果があると同時に米経済成長にブレーキをかける恐れもあると指摘。この相反する効果が金融政策のかじ取りを「難しくしている」と述べた。ただ、他の経済指標などとともに総合的に判断すれば、原油高騰を理由に6月末以来続けている緩やかな利上げ政策を見直す必要はないと指摘した。

この週末にも以下のような記事がウォール・ストリート・ジャーナルにあった。要するにFRBは理事が全員一致で「アメリカ経済は強い。利上げを止める理由はない」と言っていることになる。

Federal Reserve Governor Susan Bies described the pace of U.S. job growth as "very disappointing" Saturday, but she said it's necessary for the nation's central bank to raise its key interest rate at least one more time.

Speaking at an investors' conference, Ms. Bies suggested she doesn't think the time is ripe for the Fed to take a break from the campaign of interest-rate increases it began in June. Although job growth has been lackluster recently, she said, other indicators point to "a pickup in economic growth through the remaining months of the year."

Under the circumstances, she told the American Association of Individual

Investors the Fed needs to raise its key federal funds rate at least to a level that exceeds the rate of inflation. In the year through September, consumer prices were up 2%, excluding food and energy items. The federal funds rate now stands at 1.75%, having climbed three-quarters of a percentage point since June.

次の FOMC は大統領選挙が終わった後、11月10日に開かれる。うがった見方かもしれないが、FRB は実はアメリカ経済の「soft-patch」とその後のもたつきを懸念しているが、大統領選挙を直前に「経済の弱さ」を認めることが出来ず、強気を通して見られる。その意味では、選挙の終了や結果判明は次回 FOMC の行方を左右する可能性がある。

《 first step for a right direction 》

一方の日本経済は、軸足が経済好調なアジアにも掛かっている中でアメリカ経済よりはるかに小さな懸念の中にある。中国の今年1 - 9月の経済成長率は実質で9.5%に達した。「速すぎる」という懸念はあるが、中国の力強い経済成長が日本経済の活力になっていることは間違いない。株価もニューヨーク市場よりはしっかりした展開を示そう。

そうした中で、日本経済の長期的な課題への取り組む姿勢も見られる。先週末には財政制度審議会で日本の深刻な財政問題を長期的にどう取り組むかに関して見解を述べた。グリーンズパンがクリントン時代の財政健全化に非常に大きな役割を果たしたことは良く知られている。

今後10年の日本経済にとって経済活動に打撃を与えずに、経済の活力を維持した形で財政をどのように健全化するかが日本の長期的繁栄にとって非常に重要。福井・日銀総裁が財政制度審議会で述べた4条件は非常に頷ける。その4原則とは

1. 透明性を確保し、財政再建への信認を確保する
2. 規制緩和などにより民間活力を引き出し、経済の潜在力を高め、税収を増やす
3. 財政再建だけを先行するのではなく、経済活性化と同時に進める
4. 海外や個人など国債の保有者の多様化

福井総裁の財政審への出席に関しては、今朝の日経金融新聞に「利用された？日銀総裁」という記事がある。そういう面もあるかもしれない。しかし、日銀総裁が財政健全化の道筋について自らの意見を語ったのは当然であると筆者は考える。

もっとも、もうちょっと具体的に言うこと言うのは可能だったと思う。例えば、日本政府の税金の使い方に対するクレームなど。「使い方がいかに下手か」など。福井総裁は以前、それを言っていたのではないかと思う。厚生労働省の10億円に上る監修費は酷い話した。無駄というより犯罪に等しい。

最初の三条件が非常に重要。厚生労働省の監修費問題を見るまでもなく、国家予算の使い方には信頼性の欠如が明らか。それを正さないと、誰も増税には賛成できない。まず使い道をきちんとしないと。税金から出ている補助金が役所に戻って、それが飲み食いに使われているのでは、税金など誰も払いたくない。こうした綱紀粛正は徹底してやるべきだと思う。

その点で一番重要なのは、「経済の活力を失わずに」という条件。何をするにもこの点が重要。経済活動に活力があり、国民一人当たりのGDPが成長していれば、いかようにも対策の立てようがある。一番良くないのは、経済が活力を失う形で財政再建を急ぐことだ。まあこれは実質的には目標達成が無理な話しですが。

「経済活動に置ける活力維持」の方途として、福井総裁が挙げている「規制緩和」は重要だ。日本は高成長下の余裕のある時代に、システムの中に一杯余計なものを付けすぎた。規制もそうです。高度成長だからその弊害は目立たなかった。しかしその余裕はない。一端体をスリムにする必要がある。難しいがせざるを得ない。家計の再建と同じだ。入るを促し、出でるを抑制せねばならない。お金の流れをスムーズに、無駄のないようにするのである。それには規制が邪魔になる。

では「経済活性化」とは。これはいろいろある。やはり直接税は決して現在以上に上げるべきではないと思う。税率の引き上げは企業活動、個人の勤労意欲に響く。やはり間接税で行うべきだろう。今の日本がこの議論をしっかりとできないのはおかしい。あとは、海外から見て魅力的な国になることだろう。観光客も来る、資本も来る形の。

日本は海外からの資本の流入を今まで無視してきた。福井総裁が「海外や個人など国債の保有者の多様化」を挙げているのは、その意味もあるのだろう。

財政と金融の両輪の政策は相互に監視し合って、協力し合って成果を上げられると考えれば、福井総裁の財政審への出席についてはいろいろな解釈が必要だが、それでもやっと正常な姿への第一歩だったと言える。

今週の主な予定は以下の通り。

10月25日(月)	米9月中古住宅販売 中国9月生産者物価
10月26日(火)	9月企業向けサービス価格指数 米10月コンファレンスボード消費者信頼感指数
10月27日(水)	米ページブック 米9月耐久財受注 米9月新築住宅販売件数
10月28日(木)	9月鉱工業生産(速報) 9月商業販売統計

10月29日(金)

9月労働力調査
9月家計調査(勤労者世帯)
10月東京都区部消費者物価指数
9月全国消費者物価指数
9月住宅着工
日銀政策決定会合
米7~9月期GDP(速報)
米7~9月期個人消費(速報)
米7~9月期GDPデフレーター(速報)
米10月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報)
米10月シカゴ購買部協会景気指数
EU憲法調印式

金曜日の指標発表が重い。今週の指標はそれぞれアメリカの大統領選挙直前の数字で、特に「米7~9月期GDP(速報)」などは非常に大きな関心を集めよう。ミシガン大学消費者信頼感指数など先行きを示す数字が注目されるかもしれない。

《 have a nice week 》

土曜日は大きな地震でした。東京でも相当揺れたので、震源地の近くは大変だったのではないかと思います。余震が続いているので家に入らずに車や学校の校庭で寝ている人は大変ですね。長野県の諏訪で関東大震災を小さい時に体験した父親がかつて、「家の外で寝た」と言っていたのを思い出しました。それにしても、真冬の、雪の多い季節でなくて良かった。雪が降れば、人や車は動けず、物資は動かせず、道路の亀裂や建物の損害は隠れる。加えて寒い。

新幹線も脱線。けが人が出なかったのは奇跡らしい。直下型では高速で走っている新幹線は地震の被害を免れることは難しい。P波、S波の話です。あらゆる技術にも欠陥がある。ただし上越新幹線には「雪落とし」という大きな溝があって、それが新幹線の車体の転覆を防いだであろう事が分かったと、昨日のテレビ番組のゲストが語っていた。

素人考えながら、リニアモーターカーだったらどうだったんですかね。リニアには脱線というのはない。しかし停電になったら、もっと大きな損害、被害が生ずるのか。日本は地震があるからといって、新幹線も「地震があっても安全な速度」で走らせる、というのは合理的ではないでしょう。どこかで折り合わないといけない。

やはりこの列島に住んでいる我々は地震と共存せざるを得ない。まあそういう意味で、新潟の方々が直面している問題は、いつ我々が直面するかもしれないもので、私ももしもの時に自分や近い人の身の回りに何を置いておかねばならないかを考えました。

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》