

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1823号 2006年04月17日(月)

## 《 China is preparing for the summit 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 20日のブッシュ・胡錦濤の米中首脳会談を控えて、先週は中国が矢継ぎ早に「圧力回避策」を講じた一週間でした。人民元の管理相場をちょうど首脳会談の日前後に合わせて1ドル=7元台になるように切り上げ誘導する一方で、中国人民銀行は国内機関投資家（銀行、生保など）に対して外国の有価証券への投資を本格的に解禁すると発表した。また胡錦濤は今年1-3月の高い成長率も漏らした。成長する中国をアピールする狙いがあったと思われる。米議会の対中圧力を緩和し、「為替操作国」認定を避けるための動きですが、米議会の対中感情は厳しく、プレッシャーをかわせるのかは分からない
2. 先週取り上げた長期金利の上昇傾向は、米日を中心に先週大きく加速した。アメリカでは10年債の利回りが5.0%の水準を突破して、引けも5%台の大台。一方日本では10年債先物の利回りが先週金曜日に一時1.98%と2%の水準に接近した。金利上昇の諸要因は先週も指摘した通りだが、過去一週間では特に一次産品の上げが急ピッチだった。特に原油相場は欧州とアメリカでともにバレル当たり70ドル前後となり、値を崩す兆候を示していない。また中国の高い成長率が確認されるなど、世界経済の強さも変わっていない
3. 拡大ピッチを強めている世界経済だが、懸念材料も顕在化してきている。特に原油高と長期金利の上昇のダブルパンチは特に既に長期金利の水準が相対的に高い国、かつエネルギー使用効率が高くない国には打撃となろう。具体的にはアメリカ経済であり、米中首脳会談の次に続いて開かれるワシントンでのG7では、原油高と金利上昇の問題が話し合われよう。しかし、この二つを止めるのは容易ではない
4. 為替市場では大方の「ドル安予想」にも関わらず、特にドルは対円で強い状況が続いている。ただし上値も限られている状況。一方ユーロは全体的な兆候としては欧州での金利上昇予想がある中で徐々に対ドルでは底堅くなっている印象。結果としてユーロは対円では強く、円はオージー、ニュージーなどに対しても再び下げ始めている。こうした円の軟調傾向は、株高で国内投資資金が潤沢な中で、

ここしばらく続くと考えられる

もうお忘れになっている人が多いと思いますが、中国がそれまで1ドル=8.28元にほぼ固定されていた人民元の「小幅切り上げ」と「管理変動相場制（円を含む通貨バスケットに対して毎日一定範囲内で変動）移行」を発表したのは2005年の7月21日でした。その切り上げで設定された新しい基準レートは8.11元。2.0%の切り上げだった。

ではそれに対して先週末の人民元レートはいくらか。終値は8.0180円で、切り上げ開始時の8.28元に比べると3.16%の切り上げとなっている。つまり去年の7月21日に2%切り上げで8.11%になって以降の人民元の約9ヶ月における切り上げ幅は1.16%であったということです。

中国が出している巨額の貿易黒字と、それに伴う流入外貨を人民元急騰阻止の意図から買い支え続けていることで発生している外貨準備の急増を見れば、この中国の人民元政策が諸外国、特にアメリカの議会の苛立たせているのは良く分かる。そこで今週20日の米中会談で中国側が用意するのはほぼ三つの策と、四番目に指摘する「一つの事実の提示」だと思われる。

1. 輸入の促進策。特にボーイングなどの大型製品の輸入
2. 人民元の1ドル=7元台への突入
3. そして国内機関投資家への対外証券投資の解禁
4. 中国が高い成長国の国であることの確認

「1」については既に先週発表され、日本でもボーイング関連銘柄が大きく買われる材料になったし、前回中国が用いた対米融和策の要になった措置である。ちょっと使い古しの手の印象がする。

「2」については、先週末の人民元の対ドルレート8.0180を何%切り上げれば7ドル台、つまり7.9999元になるかと計算すると0.2%であって、この幅は人民元の通貨バスケットに対する変動幅としては一日で動ける範囲内である。よって中国は恐らく今週にドルで見た人民元のレートを1ドル=7.9999元に切り上げてくるでしょう。印象としては切り上げ発表（去年の7月21日）からごくわずかな切り上げにしかなくなっていないのに、「人民元、大台変わり」と人民元の切り上げを宣伝できる。

「3」は日経新聞の土曜日の朝刊一面トップになっている「対外証券投資の解禁」である。中国の機関投資家、具体的には銀行や生保がどのくらい外物証券を買うのかは不明だ。なぜなら、この記事には「人民元は資産規模や健全性など一定の基準をもとに今回の制度の利用を認める会社を選定」と書いてある。つまり、「これから検討する」ということである。「4」は胡錦濤主席が週末の間に台湾野党の連戦氏に語る形で世界に明らかにしたもの

で、それは中国の今年1-3月の成長率が10.2%の高いものになったというもの。目標は8.5%だったので、目標を1.7%上回る。「中国は高成長国」「これからも付き合いあってゆくべき相手ではないか」と世界各国を諭す意味があったと思われる。

では、「2」「3」「4」の組み合わせでアメリカの国内で燃えさかる「対中不満」を抑えることが出来るのか。多分首脳会談をする限りは、アメリカ政府は中国政府が発表する一連の政策を一定程度は評価をするだろう。しかしその一方で、「もっと努力して欲しい」という表現に声明はなるはずだ。人権などを含めて中国はブッシュが唱える「民主主義国家」にほど遠い。中ロ接近の中で中国を一段とロシアの方向に押しやってはいけないという気持ちはあるだろうが、中国の胡錦濤訪米は米中の劇的な接近に繋がるとは考えていない。アメリカは北朝鮮問題での中国の一段の圧力も要請するだろう。

米議会の対中圧力、それに伴う人民元への上昇圧力は続くと考える。

### 《 fast-rising long-term interest rates 》

先週のこの号で取り上げた長期金利の世界的な上昇傾向は、その後わずか数日の間に世界のマスコミが注目する顕著な動きとなった。日本では指標10年債の利回りが先週金曜日に一時1.98%と2.0%の水準にニアミスの状態となった。日本の長期金利の水準は、平成12年9月以来の5年7カ月ぶりの高水準にある。一方アメリカでは10年債の利回りが5.0%の水準を上回った。米長期金利の5%台は、3年10カ月ぶり。

先週も指摘した長期金利の上昇要因の一つである「一次産品価格の上昇」は、一段と加速している。原油先物相場はブレントを先頭にバレル70ドルの水準を突破したし、先週は一段と貴金属・卑金属の相場上昇に拍車がかかった。核開発を巡ってアメリカとイランの緊張が高まっているのに加えて、中印の経済成長予想は高いし、投機資金も入っている。そうした中で、「原油相場は当面反落は期待できない」との見方が強まっている。

長期金利の上昇問題は、この週末からワシントンで開かれるG7でも大きな議題になるだろう。各国中央銀行はこれまで短期金利を上げてても上げてても長期金利が上がらないという状況の中にあった。まさにグリーンSPANの言う「conundrum」(なぞ)だったのだが、その謎が解けないうちに今度は「急ピッチの長期金利の上昇」に懸念を強めなければならない状況になっている。この週末には谷垣財務相もこの問題に触れている。しかし、長期金利のコントロールは実は難しい。

過剰流動性が顕著で長期、短期の金利が低い間は、金利の上昇リスクは隠れて見える。しかし、今のように公的部門と消費者部門で世界的に債務も膨らんでいる今の世界経済では、金利の上昇は景気の拡大にとって大きなリスク要因になる。日本では政府部門の債務が繰り返し指摘されているように巨額だし、アメリカでは政府部門に加えて消費者の債務レベルも高い。こうした状況下で金利の上げペースがどのくらいになるのか、そしてどのレベルまで上がるのかが政府当局者の大きな関心になるのは当然だ。

過去の例を想起すると、長期金利が上げピッチが速い時は、市場に何らかのインフレ懸

念が台頭してきたときが多い。今はまさにそうで、背景は世界経済の好調とその持続見通し、それに一次産品価格の上昇継続予想である。そういう意味では、ここ2週間ほどの長期金利の上げはまだ続く可能性が強い。

長期金利の上昇に関して、先週金曜日に公表された日銀の3月8、9両日の政策委員会・金融政策決定会合の議事要旨に示された議論は、今後の日本の金融政策を考える上で興味深い。「解除をためらうべきではない」というコンセンサスの形成のあと。議事録によると、議長の福井俊彦総裁が解除の議案を提出した後に、会合は30分の休憩に入ったという。政府代表である財務相と内閣府の出席者が谷垣財務相と与謝野経済財政担当相とそれぞれ対応を協議するために時間を作ったとされる。

休憩後、赤羽財務副大臣は「解除に反対しない」としながらも、「条件を付けた」と日経には書いてある。その条件とは、「長期金利を含めた金利全般に目配りしていく姿勢を明確にする」こと。また内閣府の中城審議官は、「日本経済は依然としてデフレ」とした上で、「政府・日銀が一体となったデフレ脱却に向けた取組を強く要望する」と述べたという。

これは、日銀のゼロ金利解除を巡る今後の動きを展望する上で重要なポイントである。先週高いところで1.98%になった日本の長期金利がさらに大きく上昇することは日銀とて望まないだろう。景気拡大の息を長く保つためにも、長期金利の大幅な上昇は望ましくない。

既にアメリカでは長期金利の上昇を受けて、住宅ローン金利が6.5%にまで上昇して、4月第一週の住宅ローン申請件数は前週比実に4.7%の減少となったという。長期金利の上昇は、短期金利以上に消費者の消費行動に影響を及ぼす。それは日本とて同じである。ただし金利の絶対値ははるかに日本の方が低い。その分の余裕が日本にはある。

福井総裁が量的金融緩和決定後の記者会見で何かと長期金利の上昇を警戒する発言をしているのは、経済への影響とともにこうした量的金融緩和の解除を決めたときの経緯、政府との一種の約束があるのだろう。

問題は、どうすればデフレ脱却の目的を果たしながら、長期金利の上昇を抑制することが出来るのか。短期金利をあまり長く低く抑えておくと、「中央銀行はインフレ抑制の決意に欠ける」と市場は判断する。しかし市場環境によっては、「短期金利が上がったから長期金利が上がる」というケースもある。今の日本がどのような状況にあるかという、徐々に前者になりつつある。アメリカはどちらかと言えば後者だ。アメリカの場合は市場を取り巻く環境から見ると、4.75%に上がってきた短期金利にまくられるように長期金利が上がり始めた。

日本の長期金利は言ってみれば「上がり初めの時期」にある。こうした時期には、債券市場の不安心理は高い。この不安心理の強い中では、何かの材料に対して一時的に長期金利が急騰を示すケースもあろう。それが私が言うところの「痙攣」である。しかし、先週も述べたように、こうした痙攣は今のところ短期的に収まると考えられる。ただし繰り返

すが、長期金利の長いトレンドは上げである。

### 《 G7 in the weekend 》

これまでのところの世界的な長期金利の上昇は、世界各国の成長加速に打撃を与えるようなものにはならないだろう。世界経済の好調さは、繰り返すが胡錦濤が連戦との会談で明らかにされた今年1 - 3月の成長率10.2%にも示されている。成長率に陰りが生ずるとしたら、今の世界的な金利上昇が持続的なものになってからであり、その鍵を握っているのはアメリカ経済である。日本の経済は長期金利の水準そのものが低いだけに、まだ景気への影響が少ないと考えるのが自然である。

今週の材料では週末のG7が注目されるが、世界経済における地位を落としているG7が例えば長期金利の上昇ペースの抑制、一次産品価格上昇の抑制、人民元問題などで有効な手だてが打てるとは思えない。「G7は長期金利の上昇に留意する」といった声明に留まるだろう。では例えばゼロ金利の解除を遅くしたらよいのか、速くしたらよいのかはその時のマーケット次第である。しかし一部に出ているような「ゼロ金利6月解除説」は、時期尚早だと考えられる。

今週の主な予定は以下の通り。

4月17日(月)	2月鉱工業生産(確報)・設備稼働率 3月消費動向調査 米4月NY連銀製造業景気指数 米2月対米証券投資 米アトランタ連銀総裁講演 米ファーガソンFRB副議長講演
4月18日(火)	3月日本製半導体製造装置BBレシオ 日銀全国支店長会議 米3月生産者物価指数 米3月住宅着工件数 米FOMC議事録 3月北米半導体製造装置BBレシオ
4月19日(水)	2月景気動向指数(改定値) 米3月消費者物価指数
4月20日(木)	3月貿易収支 3月全国コンビニエンスストア売上高 米3月コンファレンスボード景気先行指標総合指数 米4月フィラデルフィア連銀指数 ECB理事会

4月21日(金)

米中首脳会談(ホワイトハウス)

2月第三次産業活動指数

ソニーが720万画素高性能デジカメ発売

バローゾEU委員長来日(～25日)

G7財務相・中央銀行総裁会議(ワシントン)

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。時間は着時に経過して暖かくなって不思議ではないのに、実際にはちっとも暖かにならない。昨日も一昨日も非常に寒かった。特に夜などは冬のようでした。これだと桜は長持ちする。もっとも今は日本全国八重桜の季節ですが。

ところで、この週末はお台場行きに使う東京臨海の新交通「ゆりかもめ」が車輪脱落事故でずっと止まっていました。今朝から間引きで運転再開のようですが、実は私はこの新交通ばかりでなく日本の交通システム全般を結構心配しているのです。最近そうした事例に実際に遭遇しているのです。先週金曜日に以下のコラムを東京新聞によせたら、その直後に「ゆりかもめ」の事故。公共交通の事故は日本は少なかったはずですが、これからは心配です。以下「東京新聞に掲載したコラム」から。

正直ベース「大丈夫かな」と心配している。日本の交通システムだ。

4月12日水曜日だった。大阪からの帰りの新幹線(316号)が新富士 三島間を走行していた時、「ドーン」と大きい音がした。なんだろうと思っていると新幹線はストップ。午後7時40分くらいだった。それから10数分、列車はストップしたままだった。原因は不明で、それ故に再び走り出しても嫌なイメージが残った。

最近思うのだが、新幹線、特に「のぞみ」はかなり揺れが激しい。線路の問題なのか、列車とか運行の問題なのか。乗り心地は落ちてきている。それに比べれば「ひかり」は安定していた。同じ線路をゆっくり走るのだから当然だが、「ひかり」の本数はかなり減らされていて「のぞみ」に乗るしかない場合が多い。

3月の下旬には屋久島に行った。帰りに乗ったのがトッピーで、そのトッピーは4月初めに鯨とも思われる海中生物と衝突して100人を超す負傷者を出した。つい直前に乗っていただけに、「おやおや」と思ったものだ。陸も、海も。

死傷者こそ出していないものの、今の日本では空もお粗末だ。毎週といって良いくらい「ルール違反」が報道される。乗る身には良い気はしない。日本の空は問題を抱えた会社ばかりだ。

悪い兆候であってほしくない。JR宝塚線(福知山線)の脱線事故からまもなく1年。4月25日にかけて在阪各テレビ局は特番を予定している。しかし思う。「新たな特番の必要がないように....」と。

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)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》