

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1973号 2009年06月01日(月)

## 《 Expected 8 a.m. Monday 》

GM というアメリカを代表する事業会社が今週「連邦破産法11条」の対象になり、短期間にせよ国営の会社になるという事実に関しては、経済に関わっている人間として誰でも感慨深いものがあるに違いないし、今後のアメリカ経済の行方を改めて考えざるを得ない事態だと言える。やはりアメリカの病み方は尋常ではない。

しかしそれは別にして「市場への影響」という意味で言うならば、「事前調整型の破綻再生の方針」が明らかになった先週末のニューヨークの株式市場が引け際「上げ」展開となったように、株式市場へのリパーカッションは「不確定要因が一つ過ぎ去る」というものだろう。むしろ大きなプラス要因ではないが、先行きが怪しかった大きな企業の先行きが「国有化」でいったん方向性が付くのである。

週初6月1日の米東部午前8時(日本時間の同日夜9時)と伝えられるGMの破産法申請(ウォール・ストリート・ジャーナルによればニューヨーク南地区の破産裁判所に対する)、それを受けたオバマ大統領の記者会見によって、今後のGMがどういう展開を辿るかがほぼはっきりする。「ほぼ」というのは、依然として債権者の半分はこの事前調整型の破産に同意しておらず、破産手続きがスムーズにいくかどうか分からないためだ。しかし大きな方向は出来上がっており、それは「一時国有化」というものだ。既に週末にオバマ大統領はNBCテレビとのインタビューで、

「(米自動車最大手ゼネラル・モーターズ(GM)の再建に関して)米政府は本当は全く関与したくなかったが、(支援しなければ)米経済にとって極めて重要な巨大企業が解体されてしまう」

と述べ、政府がGM株の過半数を保有して実質的に「国有化」する支援策を打ち出すことを示唆した。経済全体への打撃を避けるためである。

オバマ大統領は選挙運動中から就任直後にかけては、「GMは破綻させない」としていたが、その方針を変えた。しかしその破綻は、「事前調整型」であって、雇用とか子会社、関連会社に対する影響をなるべく少なくする方向で行われる。かつ最終的な金額は固まっていないが、政府はGMに対してこれまでの分を含めて500億ドルほどの資金をつぎ込む見込みである。雇用と関連業界に対する影響度を最小限にしたいがためだ。

「破産法 11 条申請 再生手続き 一応の復活」と事が運んだ企業の多くは、「結局は 4 ~ 5 年たつとまた行き詰まる」という説もある。リストラクチャリングなどがうまく行かないし、市場との折り合いが付かないため。確かに過去はそういう例も多かったし、GM も消費者が欲する車を敏速に市場に投入できるかどうかを考えると怪しい。「新 GM」となったあと GM が長きにわたってアメリカの自動車市場で存在感を示し続けるかどうかは不明だ。しかし当面のアメリカ経済にとっての大きな懸念材料が取り除かれた形になることは確かである。だからこそそれを見越して先週末のニューヨークの株価は引けにかけて上げたのだろう。

外国為替市場への影響は一概には言えない。アメリカ経済にとっての懸念材料がなくなるのだから株高が予想され、それに伴ってドルが上がると見る向きもある。しかしこれも「米経済の正常化 海外へのアメリカからの資本流出」という考え方に立てば、ドルが大きく上げる余地はないように思える。

一方で先週も指摘したとおり、ドルが下がると見る根拠にも乏しい。先週の市場はむしろドルは対円では強含みに推移したし、なによりも円はドルのみならず他通貨に対しても弱かった。今週も基本はレンジの中で推移するだろう。今の市場はどちらにも動きがたい展開である。筆者は依然として北朝鮮の動きが地政学的に円の上昇を阻んでいる、と見る。その北朝鮮はこれまでの動きを見ると、中国との関係にもあまり配慮せず、例えば国内情勢引き締めのために、また権力移行の準備の為に限定的な韓国との軍事衝突まで想定している兆しがある。

### 《 U.S. employment situation 》

先週目立ったのは、世界的な長期金利の上昇だ。特にアメリカの 10 年債は 3.74% まで上昇した。国際商品市況が大きく上昇し、米経済に回復の兆しがいくつか出てきて、かつ米政府の資金調達具合に対して徐々に懸念が高まる中での金利上昇。これを「悪い金利上昇」と懸念する向きもあるが、フィナンシャル・タイムズの社説のように「正常化の一環」ととられる向きもある。

米金利の上昇は、「上げ止まった」となったときにはドル高材料に働くが、「上げが続いている」と考えられる段階ではドル安に働く可能性が強い。これは債券相場が今後もう下げないとなれば買いたくなるのと同じである。筆者は今年春の金利低下が激しかった故に、フィナンシャル・タイムズの社説の主張には一理あると考える。直近の上げだけを大騒ぎする必要はない。問題は今後もさらに上げ続けるかどうかだ。

今週はその点を考える上で大きな指標がいくつか出る。週初 1 日から個人所得・支出など多くの経済指標が出るが、週を通じると特に注目されるのは週末の米雇用統計でしょう。依然として大きな「非農業部門就業者数の減少」が見られるでしょうが、先月分は「ペース減少」としてむしろ好感された。今週発表分の 5 月もその傾向が続いているかどうか。あと週初に出る米 5 月の新車販売、消費統計など。ISM 関連の指数も発表される。次に示す予定に

は載っていないが、バーナンキの議会証言も予定されている。週初はGMの破綻処理の形に市場の関心が集まるだろうが、その後の市場は「GM 離れ」をして、再び一つの経済指標への関心を集めるだろう。

今週の主な予定は以下の通りです。

6月01日(月曜日)	5月新車販売 米4月個人所得・支出 米4月PCEコアデフレーター 米5月ISM製造業景況指数 米4月建設支出 ガイトナー財務長官が中国訪問・政府高官と 会談(～2日) 中国5月製造業PMI
6月02日(火曜日)	オーストラリア4月小売売上高 米4月米中古住宅販売保留 米5月米国内新車販売 オーストラリア中銀政策金利発表
6月03日(水曜日)	米5月ADP雇用統計 米4月製造業受注 米5月ISM非製造景況指数 英中銀金融政策委員会(～4日) オーストラリア1-3月GDP インドネシア中銀政策金利発表
6月04日(木曜日)	1-3月法人企業統計 米1-3月非農業部門労働生産性(確報) 米1-3月単位労働コスト(確報) 米5月チェーンストア売上高 オバマ大統領エジプト訪問 英中銀政策金利発表 ECB理事会 カナダ中銀金融政策金利発表
6月05日(金曜日)	オーストラリア4月貿易収支 米5月雇用統計 オバマ大統領がドイツ訪問 ユーロ財務相会合(ブリュッセル)

## 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。東京は雨がちの二日間でした。特に日曜日午後のダービー前の雨は凄かった。おかげでレースは超重馬場で、見ていても騎手には大変そうでした。

考えてみると、先週は月曜日には丸ビルのブルームバーグのオーディトリウムにおいてパネルディスカッション形式で、火曜日には日経 CNBC のアゴラ・スタジオでの「ザ・経済闘論」という生放送の中で景気の現状と展望に関して議論をしましたが、どちらも面白かった。景気の先行きに対する見方が綺麗に、しかも大きく割れるのです。

月曜日のパネルディスカッションでは私以外は、菅野雅明さん（JP モルガン）、高田創さん（みずほ証券）、安達誠司さん（ドイツ証券）がメンバー。大勢の方に聞きに来て頂きましたが、会合そのものはオフレコであり、ここでは明らかに出来ません。しかし、実に綺麗に先行き見通しが割れるのです。いろいろな問題でクロスファイアして面白かった。

「ザ・経済闘論」は火曜日の午後9時から10時半まで。私は大阪からとんぼ返りしての参加でした。前半が私以外では伊藤元重さん（東大教授）、中原伸之さん（元日銀審議委員）、イエスパー・コールさん、西川靖志さん（日経 CNBC の経済解説委員長）というメンバー。これは生でテレビ放送されたので、ご覧になった方もおられると思いますが、「世界景気の回復は何合目か」というやや抽象的な議論から入って、世界経済における先進国の現状と、それとは異質な形で世界経済に対して大きな関与力を持ち始めた中国やインドへの評価など。一番悲観的なのが中原さんだったかな。

後半は伊藤元重さんと中原さんが所用で帰られて、新たな岩崎日出俊さん（インフィニティ）と水野和夫さん（三菱UFJ証券）が参加。主に日本の取るべき戦略といった話をした。一番面白かったのは水野さんとの議論かな。彼は回復は「0合目」というので、何を頂点として「0合目か」という問いを発したら、「1974年である」という答えだった。うーん、遡及するのかと。もうちょっと議論したかったな。随分私と考え方が違う。

私が全体的な議論の中で強調したのは、民主主義国家における経済政策の選択余地の狭まりです。どこでもそうですが、国民に苦渋を飲ませる政策はなかなか取れない。政治家が国民の投票で決まっているのでそうなる。辞める覚悟では出来るが、そうでなければ出来ない政策はいっぱいある。

先進国はみなそのジレンマの中で経済を運営しているわけです。当然「こうあるべきだ」（それも各人各様ですが）というところから歪んだ形で経済の形が出来上がり、その歪みを受ける形で次の政策が決まる。アメリカの個人消費がGDPの7割を占めるに至ってしまったというような「歪みの累積」が出来上がる。それは巨額の累積政府債務という形で日本にもある。

その過去の歪みと、そして現在の投票権を持つ国民の期待（政治に対する）の中で、どのくらい歪みが市場の崩壊を招かずにすまうことができるのかは、中央銀行と政府に課された大きな課題です。制御できなければ今回のようなことになる。ここではあまり議論しませんが、私が考えているのは歪みの除去ではなく希薄化です。「歪み、不均衡の希薄化」。

希薄化の為には、歪みを少しでも小さくすること、歪みが包み込まれている経済の規模を大きくする事が必要です。

あと出口戦略の重要性も指摘したのですが、「時期尚早」という意見もあった。しかし日経ビジネスに水野日銀審議委員も書いているとおり日本は出口戦略を考えておくべきだし、更に言えば今のうちに世界全体で「出口戦略」を描いておかないと大変なことになる、というのが私の考えです。

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。》*