

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1557号 2000年0月04日(月)

《 embattled EURO 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. このところの市場の特徴は、ユーロの対ドル、対円での安値更新、円の対ユーロ、対ドルでの上昇(105円台)、日本の長期金利上昇、アメリカの長期金利低下、アメリカの株価の高値追い傾向の強まりなどである
2. ユーロの安値更新について欧州当局の見方は「アメリカとの成長率格差」というものだが、恒常的な資本流出などもっと構造的なものが大きいと考えられる。一方円高は、日本の景気回復への期待増大と、国内長期金利の上昇を反映している
3. 日本の長期金利の上昇には、景気回復期待以外に先行きの債券需給懸念があり、財政出動での景気対策を柱とする日本の経済政策が持つ副作用を如実に示している
4. アメリカの景気はNAPM指数などで見る限り明らかに鈍化しているが、これが当面は米株高、ドル安の背景となっている。日本の長期金利の強含みトレンドは続き、これは円高・ドル安の流れを生もう

先週の外国為替市場で最も顕著だったのは、ユーロ安でした。金曜日にはやや反発したものの、先週一週間に対ドル、対円で新安値を更新した。安値は対ドルが1ユーロ=88.38セント、対円が94円05銭。99年1月のユーロ・スタート時点の公式相場は、対ドルが1ユーロ=1.16675ドル、132円80銭だったから、この間の下げ幅は尋常ではない。日本やアメリカの旅行者が欧州に行った際に、一部の都市のホテル代金以外は「安い」と感じるの当然である。

先週という一週間に限ってみると、ユーロ安は「ヨーロッパ中央銀行(ECB)が予想された利上げの幅を、市場予想の0.5%ではない0.25%にとどめたこと(新レートは4.50%)」というのを直接的な背景としていた。利上げは普通当該国(この場合は地域)の通貨を下支える効果があるものだが、今回のユーロの場合は期待が先行していて、当局がそれに応じた措置をとらなかったことから通貨安を招くという逆効果になった。利上げの声明が直接的に「ユーロ安」に言及して、それを阻止したい旨を明確にしたにも関わらずである。

声明は

「The protracted depreciation of the exchange rate of the euro and the renewed rise in oil prices have increasingly put upward pressure on import prices and consumer prices in the euro area.」(ユーロ安と石油価格の再高騰が、域内の輸入物価、消費者物価への上昇圧力を強めている)

と述べて、利上げの背景の一つがユーロ安であることを指摘。しかし ECB の措置によって、再び防ぎたかったユーロ安が生じているのが今のヨーロッパのジレンマを象徴している。

《 increasingly attractive 》

ユーロ安に関してヨーロッパの通貨当局も公式な理由として指摘しているのは、「成長率格差説」である。具体的にはアメリカとの成長率の差。ティートマイヤーなどがユーロ安に関して常に第一に挙げる理由。確かにヨーロッパの成長率 3%前後に対して、アメリカの成長率は 5%を上回っている。

しかし、もっと長期的、構造的なユーロ安の理由を指摘している人がいる。それはグリーンズパン FRB 議長である。8月25日に行った講演の中でその他の地域の企業に比べてアメリカの企業にとっては国内での雇用や解雇のコストが安く、これがアメリカ企業が新技術の導入に熱心で、かつ新技術が生産性の引き上げに役立っている理由であると指摘したあとで、

「A particular irony in all this is that Europeans have been finding investments in the United States increasingly attractive and have accounted for an increasing share of the expanding total of foreign investment in U.S. direct and portfolio assets.」(欧州の企業、投資家はアメリカへの投資が一段と魅力的だと感じており、アメリカへの直接投資、証券投資における欧州のシェアが拡大しているのは皮肉である)

と述べている。つまり欧州企業は新技術の導入、新しい雇用体系の採用などでコスト削減を行い、新しい展開を計ろうとしたら域内投資よりは「対米投資」(直接投資や合併)に魅力を感じ、それに乗り気になっているし、欧州の投資家も対米証券投資に魅力を感じているが故に、資本が大西洋を渡ってアメリカに流れている、というのである。

実際の所、最近の例をとってみても欧州企業の対米投資はすさまじい。ダイムラーとクライスラーの合体は対等合併の形を取っているものの、その後の展開を見ればダ

イムラーによるクライスラー併合だったし、ドイツ銀行はバンカース・トラストを買収した。自動車、銀行ばかりでなく薬品など幅広い分野で「欧州企業によるアメリカ買い」が進んでいる。つい最近でも、クレディ・スイス・ファースト・ボストンがDLJを買収した。グリーンスパンは、資本主義の形の違いがユーロ安の原因と指摘しているのである。としたら、対ドルでのユーロ安は極めて構造的だと言える。

しかしそれでは、アメリカと比較した場合に欧州と同じような資本主義の形を持っている日本の円がなぜ対ドルで下落しないのか、というのが当然の疑問として出てくる。法的根拠は別にして、慣習的に見て日本企業の雇用環境はアメリカより遙かに融通の利かないもので、企業や投資家はその面だけで合理的な選択をすれば日本からも「直接投資と証券投資」が対米で増えても良い筈で、その結果はドル高・円安となろう。しかしそうはなっていない。

「欧州からアメリカへ」で起きているようなアメリカ向けの直接投資や証券投資が日本で起きないのには背景がある。日本企業の対米直接投資はNTTグループの投資など最近でこそ徐々に出てきているが、欧州企業のそれに比べれば規模も小さい。背景は、大西洋をまたいだ民族的紐帯の過去や文化にあると考えられる。

欧州の企業がアメリカに進出するには、障害は少ない。欧州にとってアメリカはその民族的背景から言っても親戚先であって、文化も基本的にはキリスト教、ユダヤ教文化である。受け入れるアメリカ側も、欧州の企業には親しみを持つだろうし、欧州の経営者の英語力を考えれば言語的な障害も少ない。

対して日本企業が対米直接投資をするには、欧州の企業が簡単に乗り切れる多くの問題を克服しなければならない。むしろ多くの問題を乗り越えて対米直接投資をしている日本の企業はあるが、特に欧州の企業が活発に展開している企業買収の面では、日本企業の動きは鈍い。工場はアメリカに作れても、アメリカの会社を直接買って経営下に置くというのは、日本企業はなかなか難しい。やはり文化的、言語的限界があるからだと思われる。

また、1300兆といわれる日本の投資可能資金を持っている層は、日本ではほとんど60才以上の高齢者で、リスク・アバース(リスク回避的)の傾向が強い。欧州からの対米証券投資ほどには、日本からの対米証券投資は出ていない。これも、円の為替相場が軟化しない背景である。

こうした背景からすると、対ドル、対円でのユーロ安は構造的であり、短期的な反発局面を織り込みながらもしばらくは続くと考えるのが自然である。

《 slowing U.S. economy 》

円金利の上昇は 1) 日本の景気拡大への期待 2) 日本の政策金利の再引き上げ予測
3) 市場に根強くあった供給過剰懸念の顕在化 が背景だと思われる。景気拡大への期

待はこのニュースで何回も取り上げているように日本の景気がジグザグ進行での回復になると思われる中ではやや行き過ぎである。かつ期待自体が循環的な動きになっていると思われる。しかし、あとの二つはかなり現実的な懸念であり、今後も日本の長期金利には上昇圧力がかかると思われる。

日本の政策金利はゼロから解除されて現在誘導目標は0.25%にあるが、今後を展望すると、一般に考えられている以上に早期に次に向けた動きが出てくると考えるのが自然である。0.25%でも超緩和状態であることは間違いなく、これは景気回復が現実化する中では「より中立な水準」への戻しが出てくる。その「中立」がどのレベルかは今後の日本の景気回復の状態によって変わってくる。

景気回復なら、長期金利が上がるのは当然であり歓迎できる。市場が懸念しているのは、国債発行に依存した財政政策の継続が市場の需給関係を崩して、「悪しき金利上昇」が起きることである。補正予算の使い方などを見ても、日本の政治が本当にバラマキから脱出できたという保証はない。今のような財政政策スタンスが続く限り、日本の長期金利には上昇圧力が続くと考えるのは自然である。それが悪しき金利上昇であるとの認識が強まるまでは、円には上昇圧力がかかる。

一方、アメリカ経済は鈍化の色合いを深めた。まず8月の雇用統計で失業率が4.1%に上昇した。予想は4%だった。非農業部門の就業者数は予想が3万3000人減に対して10万5000人の減少となった。背景は、政府の国勢調査関連雇用の終了とベリゾン・コミュニケーションズ社でのスト（レイオフ）に伴う技術的もの。しかしこの就業者数の減少幅は1991年4月以来の大幅なものであり、市場へのインパクトは大きかった。

もっと市場を驚かせたのは、8月のNAPM景況指数。指数の予想は52.3%だったが、1999年1月以来初めて分岐点と言われる50%を割って49.5%となった。7月は51.8%だった。この景況指数の50%割れは景気の鈍化を示唆する。NAPMは米大企業の購買責任者の団体で、この責任者達の景況感景況は景気の有効な先行指標とされる。5月頃から米製造業者の受注は減少傾向であり、購買担当者の景況感もいよいよ下向きになってきた。

通常、景気の鈍化は通常は企業収益にマイナスになるので株価にとっては弱材料だが、どうみても潜在成長力を上回って成長しているアメリカ経済にとっては、「これで利上げはなくなる」と今は強材料になっている。

アメリカでは自動車販売も落ちてきている。GM、フォード、ダイムラー・クライスラーが先週8月の自動車販売を発表したが、特に大手二社の販売の落ち込みが目立った。金利の上昇が自動車販売にブレーキになっていると見られる。GMの乗用車販売台数は8月に5.3%減少、トラックも5.3%の減少。フォードは全体は3%の減少。乗用車の11%減少が響いて、トラックの販売増加3%を消し去った。ダイムラー・クライスラーは乗用車の販売は3.3%も減少したが、ミニバン（48%増）やSUV（スポーツ・ユーティリティ

一車、18%増)部門が乗用車の販売減を消し去って、全体は2%の増加。全体では今まで景気を牽引してきた自動車も陰りが見えている。

もっとも、景気が依然として強いことを示す統計も依然としてある。例えば、米企業の労働者雇用意欲は引き続き強い。米最大のアウトソーシング会社である「Manpower」によれば、今年第四・四半期の米経営者の従業員雇用意欲は、四半期報告でみて過去25年ぶりの高水準。16000社を対象とした調査によれば、32%が雇用の増加を予定、削減は7%、変わらずが57%だった。

こうした環境の中でアメリカの株価は再び高値を追っており、Nasdaqは4200ポイントの水準に乗った。「米経済は望ましい方向に動いている」というパーセプションが強い中では、しばらく米株価は堅調推移とみられる。

今週の主な予定は以下の通りです。月曜日にアメリカはレーバーデーで休日。レーバーデーはアメリカでは少なくとも北の方では秋の訪れを告げる休日ですが、今年はどうなんでしょうか。

9月4日(月)	日債銀、営業再開。
9月5日(火)	7月全世帯家計調査 米7月住宅完工
9月6日(水)	7月景気動向指数 米8月非製造業NAPM指数 米4-6月労働生産性改定値
9月7日(木)	日銀篠塚政策審議委員講演 米7月卸売物価
9月8日(金)	8月卸売物価 7月機械受注 EU非公式蔵相理事会

《 have a nice week 》

今朝は少し涼しいのですが、すさまじい週末でした。大袈裟ながら、何度も死にそうになった。(^^)土曜日昼過ぎに高円寺の家から出たらあまりの暑さに死にそうになり(冗談じゃなかったですね)夕方諏訪に行ったらこれは涼しいと窓を開けたままにし、そしてそのまま土曜日の夜に寝たら夜中に寒くなって死にそうになった。

ほんまに東京はいい加減に涼しくなって欲しい。週半ばにはまた暑くなるそうです。残念ながら。来週私は中国に行きます。向こうは相当涼しく筈で、ちょっと楽しみです。そこで、このニュースは来週お休みです。

ところで、今週も一冊本を紹介します。本の名前は「聖の青春」というのです。読み方は「さとし」です。将棋差しで一番好きだったのは米長さんで、彼の本は何冊も読みました。しかしこの本は、「村山 聖」さん本人が書いたものではない。本人は夭折した。30才まで生きなかった。

小さい頃からの病気を引きずった棋士で、何よりも「名人」を目指したのですが、結局なれず。しかし、その生き方というか、とにかく凄まじいのです。書いた人の文章もうまい。最近読んだ本では一番記憶に残る。子供に読ませても良い本です。講談社から。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤（ 03-5410-7657 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》