

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1565号 2000年11月06日(月)

《 ECB intervened without friends 》

今週のレポートの主なポイントは次の通りです。

1. 先週末の ECB の単独市場介入は予想外だった割に効果は大きくなかった。協調介入でなかった上に、金額も小さかったため。長期的にユーロが抱える構造的脆弱性は変わらないが、当面の動きとしては介入の継続やアメリカ経済の鈍化の程度に逆相関してユーロは反発する可能性がある
2. ユーロ反発の過程で、円には対ドルで上昇圧力がかかる可能性が大だ。懸念されるのはその過程において円高を嫌気して日本で株安が生じ、それが日本の金融システムへの懸念につながる危険性があること。当局は円高が進んだ場合には介入で止めるだろうが、その場合欧州ではドル売り、日本ではドル買いの介入が行われることになり、世界の主要通貨市場は過去に例のない事態となる
3. その日本の景気に関しては、日銀が先週発表した「経済・物価情勢の将来展望に関するリスク評価」は、景気の下振れリスクとして海外要因3、国内要因2の合計5に上っており、弱々しい上振れリスク一つに対して好対照をなしている。日銀は公表した GDP 伸び率の数字では政府より強気だが、実際には景気の先行きを深く懸念しているし、円高・株安が進んだ場合にはこの懸念は強まることになる
4. アメリカ経済が鈍化のプロセスの中にあるのは間違いないが、遅行指標である失業率などは雇用環境の全体的なタイトさを示す水準を保持しており、景気も一気に崩れるような気配はない。しかし、長い景気拡大の後であることを考えれば、景気鈍化に向かう市場や消費者の弱気センチメントは時間の経過とともに強くなる可能性が大きい

ECB の介入はユーロ相場が対ドルで82セント台の安値を付けて反発に向かっている

中で行われた。介入の常道に従った効果増幅を狙った介入だったが、その狙いは必ずしも当たらなかった。ユーロは木曜日の引値 85.90 セントに対して高値では 88.00 セントがあったが、その後は反落。背景は、

- 1) 9月22日の前回の介入が米日の通貨当局も協力した協調介入であったのに対して、ECB のみの単独介入だった（米国に協調を持ちかけたものの、大統領選挙直前でアメリカは断ったと伝えられる）
- 2) その代わりサマーズ米財務長官が ECB の介入に「ユーロ相場の動向が世界経済に与える影響についての ECB の懸念を共有する」と述べて共感を表明したものの、一方で「アメリカがずっと続けてきた強いドル政策は不変である」と語ったことから、アメリカが協調介入に対して気乗り薄なこと、それに伴うユーロ反発の限界を市場が見透かしたこと
- 3) ユーロ反発持続のファンダメンタルズ面の裏付けは「アメリカ経済の鈍化、米欧間の成長率格差縮小」だが、ECB の二回目の介入前に発表された米失業率統計(10月分)は、米景気の鈍化がゆっくりしたものであることを明らかにした
- 4) ECB の介入額は、9月22日の協調介入時の合計 60 億ユーロ（推定）に比して 10 億ユーロ相当と規模が小さかった

など。金曜日のニューヨーク市場のユーロ引値は対ドルで 86.68 セント。2回の介入があった割には、木曜日の引けに比較してそれほどユーロ高・ドル安に移行はしていない。

むしろ、ECB のドル売り介入は円を対ドルで押し上げる（円高に）形となった。ドルを売っている中央銀行（今回は ECB）があれば、当該通貨だけではなくそれは他の国の通貨関係にも影響するが、日本円の場合には巨額の対外収支黒字、資本の国内滞留などの基本的な背景があり、円高になりやすい。

仮にドル・円相場が日本の通貨当局による円高阻止介入を余儀なくするような水準に達した場合（具体的には 105 円以上の円高）には、日本がドルを買い支える一方で、欧州はドルを売るということになる。これは過去にあまり例のない展開であり、三大通貨国当局の間で調整が必要な事態となる。

《 headache for BOJ 》

今回円高が発生した場合には、日本にとっては極めてタイミングの悪い出来事となる。日本の株式市場では不安定な景気や金融システムに対する不安から株価が低迷しており、

それが円高と重なれば景気先行き、金融システムへの不安感は一段と強まる。従って、105円を上回るような円高に対して当局は介入で応じることになる。円高は日本の輸出企業の業績に打撃となり、景気への先行き不安材料となるからだ。

日本の景気に対する懸念は、日銀が先週31日に発表した「経済・物価情勢の将来展望に関するリスク評価」でも明確に示されている。この日銀の見通しには、5つの「下振れリスク」が明記されている。「上振れリスク」は一つしかなく、それも内容希薄。景気の先行きに懸念材料が多いことを日銀は認めている。

日銀政策委員会の見通しは、2000年度実質GDPの「大勢見通し」で「1.9～2.3%」、「全員見通し」で「1.5～2.3%」となっているが、これは今年度の政府の実質GDP予測であるプラス1.5%に比較して高い。しかしその高めの見通しを持つ日銀にして、先行きに関して下振れリスクを多く挙げざるを得なかったのである。

日銀が下振れリスクとして上げているのは、次の5点である。最初の三つが海外要因、後の二つは国内要因。日銀は「日本経済の先行きについては、標準的なシナリオとして、物価安定のもとで緩やかな回復が続く可能性が高いと展望し得る」としたあとで下振れリスクを挙げ

1. (海外要因として)第1に世界的なIT需要の動向が挙げられる。米国を中心とする近年の世界景気の拡大は、世界的なIT需要に支えられてきた面がある。それだけに、各国の設備増強に伴ってIT関連財の需給が緩和する可能性、特にIT関連財への依存の強い東アジア経済への影響には留意していく必要がある
2. 第2に、原油価格上昇の影響が挙げられる。原油価格の上昇については、わが国の景気・物価に及ぼす直接の影響は当面は大きくないとしても、その底流に、世界的な需要の拡大や、緩やかな増産にとどまっている供給サイドの要因があることなどを踏まえると、一部の国・地域でインフレリスクが表面化する可能性も否定できない。そうしたインフレリスクの表面化や、これに対応する金融引き締めを契機に、世界経済が大きく減速する場合には、国内景気の下押し圧力が強まるリスクがある
3. 第3に国際的な金融・為替市場の動きが挙げられる。近年の世界景気の拡大に上述のようなITブームやそのもとでの過度の成長期待があるとすれば、その修正に伴って国際的な資本の流れが変化する可能性も意識しておく必要がある。そうした期待が修正された場合、わが国経済は海外経済や金融・為替市場の変調を通じた影響を受けることが予想される
4. (国内要因として)第1に、企業や金融機関のバランスシート調整やリストラの

影響が挙げられる。これらの影響は前述の標準的なシナリオに既に織込まれている。また、そもそもこうした動きは、中長期的には経済の発展の基盤を整備するものであり、経済に対する下方リスクとしてのみ認識することは適当でない。しかし、そうは言っても、これらの影響が短期的に強まる可能性も意識しておく必要がある。現在、金融機関は融資先の信用力を慎重に見きわめつつ、優良企業向けを中心に貸出を増加させようとする姿勢を続けている。そうした姿勢は景気が緩やかな回復を続けている限り維持されると判断されるが、資産価格や企業倒産の動向如何では、金融機関の不良債権要処理額が拡大して、金融機関のリスクテイク能力が低下する可能性も否定できない

5. 第2に、何らかの理由で国民の将来に対する不安感が拡大し、これが経済に下方の圧力を及ぼすリスクが挙げられる。そうした不安感の直接の源泉は雇用不安、老後の生活不安等さまざまであるが、さらにその背後には日本のマクロ経済や金融システムの直面する構造的な問題が存在する。このため、今後、例えば景気の回復テンポが予想を下回ることを契機に、これらの問題の存在がより意識され、不安感が拡大する可能性がある。

この文章でもアメリカの景気減速、株式市場の調整を念頭に置き、その場合には海外経済や金融・為替市場の変調が生ずる可能性に言及しているが、これはユーロ安が短期的にも反発局面に移行する場合の背景要因と軌を一にしている。

日銀が指摘する(3)の局面であり、リスクが現実化した場合には日銀が明確にその危険性を認識しているが故に、その対処が大きな課題となる。円高に対してはとりあえず介入というのが手段だが、介入の手に余る時には、その他の金融措置(量的金融緩和)が必要になる局面もあろう。

一方で日銀は「景気が前述のような標準的な想定を上回って回復する可能性も意識しておく必要がある」と指摘して

「特に、現在は、長期にわたる景気低迷の結果、企業などの期待成長率がきわめて低くなっている公算が大きい。それだけに、今後、企業の中期的な期待成長率が上方修正されると、設備投資が大きく伸びることも考えられる。そうした状況のもとで原油価格が一段と上昇するような場合には、先行き物価上昇圧力が強まる可能性もある。」

と上振れリスクを挙げているが、下振れリスクがどれも現実味のある切迫したものであるのに対して、上振れリスクは「あえて取り上げると」といった内容希薄なものになっている。

実際に円高の進行があるかどうかは今の外国為替市場が弱い通貨同士の「less fragile」競争、つまりどの通貨も弱い、そうはいつでもどちらが買えるかという競争になっている点重要である。つまり、円にもむろん国内景気の弱さ、政治の不安定など円安要因があり、そうした点を勘案すると円高圧力は強くない。しかし比較の問題になるので、円の抱える脆弱性故に直ちに円高の危険性がないとは言えない。

なお日銀の「経済・物価の将来展望とリスク評価」の公表に関しては、中央銀行のアカウンタビリティ向上の為に望ましいし、「大勢見通し」と「全員見通し」が予想外に接近していたことは絶対値のぶれが少ない今の世界経済を考えればやむを得ない面もあるが、

1. 見通し発表の第一回が10月発表として今年度末までの短期見通しとなり、市場が関心を集めていた来年度の見通しがない
2. それは初回だからやむを得ないとしても、来年から4月、10月の年2回見通し発表方式になると、10月の発表を今年と同じ当該年度末までの見通しに限るかどうかという問題が生じるが、日銀はこの点を明確にしていない
3. 仮に10月の見通し発表が当該年度末までのものを続けるとしたら、見通し発表の価値は大きく落ちる。来年からの10月の発表に関しては、少なくとも翌年度末までの見通しにすべきである

との印象を強く持った。

《 slowing U.S. economy 》

アメリカ経済が鈍化しているのは間違いない。ページブックを見てもそうだし、自動車の売り上げも落ちてきている。ただし、望ましいことに一直線の鈍化にはなっていない。例えば、先週末に発表になった米10月の雇用統計は、失業率が4%の水準を割って3年来の低水準である3.9%。これは9月と同じ。しかし一方で非農業部門の就業者数を見ると、エコノミストが19万人台を予想していたのに対して、13万7000人とどまった。

10月の雇用統計は強弱が統計事態の中に入り交じっていて興味深いのだが、賃金ベースの上昇圧力も見取れる。平均時間当たり賃金は時間当たり6セント、0.4%上昇して13.89ドルとなった。これは市場の予想だった0.3%アップを上回る。雇用の伸びは止まってきたものの、一つ一つの職種を見ると熟練労働者の不足などで賃金上昇圧力が高まっている証拠かもしれない。ただし、直ちにインフレ高進を懸念するような状況ではない。

アメリカ景気の今後の関しては、实体经济の鈍化はゆるやかなものになるだろう。しかし、

10年近くも景気の拡大が続いたあとだけに、市場心理、消費者心理の鈍化に向けたセンチメントは実体経済の鈍化以上に強まる可能性が高いと見る。このセンチメントの変化が実体経済に与える影響は無視しない方が良くと思う。

今週の主な予定は次の通りです。

11月6日(月)	9月景気動向指数
11月7日(火)	第3Q法人企業動向調査 9月消費者信用残高 米大統領選
11月8日(水)	日銀藤原副総裁講演 米10月輸出入物価 米9月卸売在庫 ユーロ圏9月生産者物価
11月9日(木)	10月マネーサプライ・卸売物価 米10月生産者物価 米9月シカゴ連銀指数
11月10日(金)	9月機械受注 米11月消費者態度指数

米大統領選挙は7日が投票日だが、直前に一段と接戦の様相を呈している。この週末の各種世論調査では、終盤に来てゴア候補に対し優位に戦いを進めていたブッシュ候補のリードが、従来の6~7ポイントからわずかに3~4ポイントまで縮小した。ブッシュ氏にとっては、24年前の酒気帯び運転に関する報道が痛手になっている面もあると思われる。

今度の選挙がまれにみる接戦になっているのは、従来のそれぞれの党の支持基盤が揺らいでいる為とも言われる。民主、共和両党にそれが言える。例えばフロリダ州は従来から強固な共和党の地盤と言われ、今回はブッシュの弟ジェフが州知事であることもあって共和党の勝利が確実視されていた。しかし、老人医療の充実をうたうゴアが同州に住む退職者の支持を得て、必ずしも共和党安泰とは言えない状況になっている。一方、カリフォルニアは民主党の支持地盤が強いと言われているが、共和党のブッシュ候補の追い上げが激しい。

《 have a nice week 》

3連休はいかがでしたか。久しぶりに「歴史がひっくり返る」ようなスクープ。歴史を作っていた、作りつつある人の話がそれこそ「作り話」だったという「ひっくり返り」方なのですが。それにしても、日本の考古学全体が疑われるような話で、今まで発掘は専門家がするものと思っていたのですが、違ったのですね。

それにしても、結局この藤村さんという人は自分への評価のプレッシャーに負けたというのでしょうか。「藤村氏は1980年代以降、関東以北で国内最古の石器を次々に掘り当て、旧石器時代の遺跡発掘では第一人者とされていたが、同氏がかかわった発掘調査の信頼性について根本的な見直しが迫られることになる」と新聞には書いてある。なぜあの人だけ歴史的な発見の発掘が出来るのかという研究まで進んでいたという。

毎日新聞もどういう経緯で発掘現場にカメラを据え付けることを思いついたのか。内部からの通報でもあったのかもしれません。それにしても、藤村さんのこれまでの業績をベースに歴史が書かれ、それが教科書や、辞書や、番組が作られた。それが全部ひっくり返る。

《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》