

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1697号 2003年08月25日(月)

《 the stronger candidate for a second engine 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 日本の景気回復への期待は、国際的な広がりを持つものとなった。それに伴って、日本の株価は上昇し、円は第一にユーロに対して、第二にドルに対して上昇している。こうした「日本見直し」が、実態的には始まったばかりであるとの意見には根拠があるが、それを期待した株、債券、為替のそれぞれの市場での相場動向にはスピード違反の感も出てきている
2. アメリカについても、成長率などについては楽観的見通しが強まっている。しかし、株など市場はそれらを既に十分織り込んだのではないかと、この週末に広く見られた米紙などの見方にも頷けるものがある。先週後半週末二日のニューヨーク株価は高寄りのあと連続してマイナスコラムで引けた
3. 先進主要国・経済圏で一番先行き悲観論が強いのが欧州である。ドイツなどに加えて、今まで一番しっかりしていると思われていたフランス経済についても悲観的な見通しが強まる中で、高金利を背景に買われていたユーロが売りに見舞われている。ただし、欧州でも株価は堅調であり、債券は崩れている
4. 今後の市場の関心は、今買われているもの（株や円など）がそれなりきの買われる根拠があるにしても、スピード違反ではないのか、調整があるとしたらどの程度になるのか、それとも疑念を残しながらも上げ続けるのか、が焦点になる

日本にずっと厳しい目を注ぎ続けた英ファイナンシャル・タイムズにも先週末には、「日本は、世界経済にとって第一のエンジン＝アメリカに次ぐ第二のエンジンの候補となった」(The stronger candidate for a second engine is Japan)との表現が登場した。海外で日本の回復に一番懐疑的だった目も、日本の景気回復の兆しを認め始めた証拠である。株価のめざましい上昇、ユーロやポンドに対する円の力強い上昇から、日本の景気回復の兆しを認めざるを得なくなったということだろう。

日本経済に対する見方の変化は、海外からのみ来ているのではない。今年度の実質 GDP 成長率について、国内経済研究所の間で予想引き上げが相次いでいる。例えば、野村総研はマイナス成長を予想した5月時点の予想値をプラス1.7%に改めた。大和総研もプラ

ス0.9%のプラス成長予想から1.5%のプラスに予想を改訂した。いずれも大幅な上方改訂である。「実質」のみならず、名目GDPがプラスになるとの見通しも出来る状況になってきた。

景況感の変化を端的に示しているのは、株価の力強い上昇である。日経平均で見ても過去2週間あまりの間に1000円近く上昇した。4月の7000円台の安値から見ると、上昇幅は35%を上回る。GDP統計、経営者の景況感、それに機械受注などの統計を見ても、比較的數字は良い。

もっとも、FTも日本を第二のエンジンの「候補」としているだけで、「第二のエンジン」とは言っていない。FTが指摘している日本経済に対する懸念は「three D's」。ややオールドファッションな印象が残るが、「debt、demographics、deflation」の頭の「D」だ。筆者には消費の「C」の方が心配になるのだが、FTはこれを心配していないようだ。

FTが指摘するところの「三つのD」の最初のdebtについては、既に解消に向けた動きが報じられている。最近の日経新聞の記事によれば、「金融や決算期変更会社を除いた前の期との比較可能な3月期決算の企業230社を対象に集計したところ、主要な上場企業の2004年3月期末連結ベースの有利子負債額は、119兆円弱と一年前に比べて7兆5000億円、率にして6%減少する見通しである」とされる。債務の返済が進めば、企業の動きは機微になる。

次のdemographicsは長い目で見れば、懸念が続くことに間違いはない。しかし、人口の固まりとしてベビーブーマーの下にこぶを作っているベビーブーマーの子供達（ベビーブーマージュニア）の一群がこれから結婚し、家を造る年代に当たるという事実を見るならば、むしろdemographicsは日本の“当面”の景気拡大を後押ししているように見える。最後のdeflationはその通りなのだが、日本などでも特に都心部の土地の値上がりなどをもって、日本のデフレの緩和を指摘する向きもあるし、世界的に見ればアメリカなどを中心にデフレ懸念はむしろ後退しつつある。

《 Fed Officials Play Down Recovery, Suggesting Continued Low Rates 》

アメリカの景気の先行きに関してこの週末に気になった記事は、ウォール・ストリート・ジャーナルの「Fed Officials Play Down Recovery, Suggesting Continued Low Rates」である。読んで字のごとく、アメリカ経済回復をむしろ懐疑的に見て、低金利状況が持続するという意味合いである。

この記事は、パリー・サンフランシスコ連銀総裁の「(アメリカの)景気回復は、とても活力溢れる(robust)ものとは言えない」という発言を引いて、住宅貸出金利の急上昇などを考えれば、「(回復の)兆しは、確定的なものとは言えない」と述べている。

市場がアメリカの回復を金融当局より強く見ているのは明らかである。FRBは前回のFOMC声明で現在の超緩和状態を「for a considerable period」に渡って続けると、わざわざ量感溢れる言葉(considerable)を使って明示した。にもかかわらず、市場の金利先物の動

きを見ると、既に半年先くらい先には FRB による引き締め、それに伴う金利上昇を見越している兆しがある。

対して、FRB の動きに詳しいエコノミスト達は「considerable」という単語に関して、「少なくとも一年程度を年頭に置いているのではないか」との見方が一般的である。パリー総裁自身も、「We are not on a hair-trigger situation to tighten policy」(金融引き締めを機敏に決めるような状況にはない)と述べている。先週見た記事には緩和解除の時期に関して「full capacity」に接近したとき、というのを FRB の当局者の発言として見た。これは一つの考え方だろう。今のアメリカ経済はまだ、「full capacity」に遠いところにある。

とすれば、FRB やその周辺のエコノミストの見方と、マーケットの動きには齟齬があり、それがどう修正されるのかがポイントとなる。先週後半のニューヨーク株式市場の動きなどを見ると、同市場などにもアメリカの景気回復の強さとその評価に関して、「警戒感」が出てきているように見える。

FT の日本経済への懸念列挙並にアメリカ経済への先行き懸念材料を挙げるならば、FRB の当局者も指摘している長期金利の上昇に加えて、一般消費者レベルの debt や国のレベルの debt である財政赤字、加えて貿易赤字、それに雇用問題、膨らみ続けるイラクでの軍駐留費用(月額40億ドル)などを挙げる事が出来る。

超金融緩和状況の持続期間に関して言うならば、「頭の体操」の域を出ない面もあるが、日本もそろそろ「解除の時期」、その条件を考えてもおかしくない。景気回復の持続とデフレ圧力が緩和するという状況を展望するのがそれほどの外れではない状況が生まれたからである。

ただしここでもアメリカと同じように「超緩和状況」からの脱出決意はかなり力がある仕事となろう。とすれば当面ということになれば、世界の第一、第二の経済大国が「時間軸を明確にした超緩和状況」を続ける、ことになる。これは状況としては、株などの流動資産に経済実態を超えてお金が集まり易い状況であり、世界的な株高は当面続くと考えることが可能だ。

日米と比較して、「頭の体操」としても将来の引き締めを全く予想できない状況なのは欧州である。EU を構成する大国の経済は、ほとんどリセッション状況にある。構造改革の遅れ、金融財政政策の自由度が失われていること、などが背景。これを受けてユーロは大きく対ドル、対円で値崩れしているが、欧州の株と債券は日米並みに前者が上がり、後者が値崩れしている。

ユーロの下げは、特に対円で先週は大幅に進んだ。その対ユーロでの円高がドル安・円高を招来した印象があるが、今週の一つのポイントは従来だと115~118円のレベルで行っていた大規模介入を今回も日本の通貨当局が実施するかどうか、だろう。というのは、株価の順調な上げなど日本経済には力強さが戻ったと思える部分が出てきたし、日本

の大規模な介入は世界的に知られるところとなって、それに対する批判も予想されるからである。9月にはスノー財務長官も日中を訪問する。

このスノー財務長官のアジア訪問では、もっぱら「人民元」が問題とされると見られているが、アメリカでは円安に対する不満も渦巻く。日本が介入で得た資金でドル債を買っているにしても、それは産業界には関係ない話であり、大統領選挙を控えて国内政治問題になりかねない状況もある。人民元安は既にアメリカで大きな議論になっている。

しかし一方で、115円の防衛ラインを割って円高に移行したときには、「一体円高はどこで止まるのか」という回答のない問題が生ずる。これだけの介入を行って止めている円高だから、そのたがを外したときの勢いは想像できる。あまりに円高が進めば、株価に対する影響も出てくるし、日本の景気の腰折れ懸念も強まる。今日本の通貨当局は難しい選択を迫られよう。

《 Chinese currency is much lower than economic power 》

人民元に関して先週財務省は、各国の購買力を勘案した人民元の実勢レートの試算をまとめた。それによると、物価変動を考慮した場合には、2001年の時点で既に対ドルで14.1%安い水準になっていたとしている。これは、財務省大臣官房総合政策課が1985年を基準とする購買力平価から試算した。

人民元相場は1ドル=8.28元前後に固定されている。中国の通貨当局が介入などを通じてレートを調整しているからだが、財務省試算を前提にすると人民元の実勢レートは1ドル=7.11元になる。

人民元に関してはスノー米財務長官ばかりでなく、塩川財務大臣ら日米政府高官が切り上げを期待する発言を繰り返している。安価な中国製品の輸出攻勢で経営が苦しくなっている日米の一部企業が「元切り上げ」を求めているためだ。人民元の妥当な為替水準については1ドル=1.8元とする国際機関の試算もあるとされる。世界的にも様々な見方があるが、今回の財務省の試算値は現在の為替レートとのかい離があまり大きくない水準になっている。

今週の主な予定は以下の通り。

8月25日(月)	7月貿易統計 7月企業向けサービス価格指数 米7月中古住宅販売
8月26日(火)	米7月耐久財受注 7月一戸建て住宅販売 米8月コンファレンスボード信頼感指数
8月27日(水)	北朝鮮の核開発問題をめぐる6カ国協議
8月28日(木)	産業再生機構が支援第一陣を決定

8月29日(金)

米第2四半期GDP(改定)
米第2四半期企業収益(速報)
米第2四半期個人消費
7月家計調査(勤労者世帯)
8月消費者物価(東京都区部)
7月消費者物価(全国)
7月鉱工業生産
米7月個人所得支出
米8月ミシガン大学消費者信頼感指数
米8月シカゴ購買部協会景気指数

《 have a nice week 》

やっと夏らしい、というか残暑厳しい数日。これまでが涼しかっただけに、体がびっくりしますね。週末は土日とも長野県に居たのですが、暑かった。まだお盆休みの名残があって、夏休みを遅れで過ごしている人が多かった。秋が何時来るのか知りませんが、今週は火星の接近もあるし、六カ国協議もあるし、忙しい週です。

株や債券、それに為替なども大きく動きそう。それにしても、松井とイチローの調子が今下っている。心配です。

それでは、皆さんには良い一週間を。

《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》