

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1707号 2003年11月04日(火)

## 《 BOE meeting 》

今週は先週のこのレポートで指摘した「パラダイム・シフト」を実感する週になる可能性が大である。イギリスの中央銀行が金融政策決定会合を水曜日に関き、その場で現在年率3.5%の政策金利を引き上げると予想されるため。引き上げ幅としては0.25%の可能性が強い。今週なくても、近い将来に予想されている。

英中銀が利上げを実施すれば、2000年2月以来3年9カ月ぶりの引き締め。今後利上げに踏み切る可能性がある国としては、オーストラリアやドイツなど主要国を除く一部ヨーロッパ諸国が挙げられる。先週も指摘したとおり、世界第一、第二位の経済国であるアメリカと日本が時間軸を設定した「超緩和」を続けていて、世界の主要国が一斉に「利上げモード」になることは当面ない。

しかし、デフレ懸念に基づいて2001年前半以降、欧米主要国の金融当局は段階的に政策金利を引き下げてきたなかであって、今週予想されるBOEの利上げは、世界的な金融緩和局面が終わりに近づいていることを示す明確なシグナルと言える。今回、または次回の決定会合で利上げをしたあとのイングランド銀行の政策金利動向に関しては、今後1年程度で1.0~1.5%の引き上げが予想されている。

改めて「パラダイム・シフト」の背景を探ると、以下のような諸点を挙げる事が出来る。

まず、世界の先進各国の中で、物価の下げよりも上げが懸念される国が出てきており、その株が増えてきていること。世界的な超金融緩和の結果が出てきているとも言える。従って当面の利上げは、「(緩和策の)行き過ぎの解消」という側面を持つだろう。ただし今の世界では、流動性の供給は極めて潤沢。これを吸収するには時間がかかる。

物価情勢を見ると、デフレで世界の先頭を走ってきた日本の消費者物価にさえも、プラスの可能性が出てきている。日本の消費者物価は1999年10月以降ほぼ4年近く前年同月を下回り続けている。しかし、このところの日本の物価動向は下げ止まりの兆しを強めている。

ただし、日本の金融政策の要である日銀の物価見通しは慎重だ。「超緩和」を続けている手前、物価をそれほど警戒的に見るわけにはいかないという理由が大きいと見られる。「経済・物価の将来展望とリスク評価(2003年10月)」「(先週金曜日発表の要旨)」を見ると、結

論は

「需給ギャップは、こうした緩やかな景気回復のもとで本年度から来年度にかけて小幅縮小するものの、現状のマイナス幅はかなり大きいため、需給面では物価を押し下げる圧力が幾分残存する可能性が高い。消費者物価指数は、本年度、来年度とも小幅の下落が続くと予想される。」

となっていて、「(消費者物価指数の) 小幅下落の継続」を予想している。しかし、その前提に関しては、

「わが国経済の先行きを展望すると、本年度下期には前向きな循環が働きはじめ、来年度を通じて回復が続くと予想される。前回(本年4月)の「経済・物価の将来展望とリスク評価」の標準シナリオと比べると、全体としてやや上振れて推移していると考えられる。」

と「標準シナリオ」に比べての「上振れ推移」を認めてもいる。日銀がにもかかわらず「デフレ継続」を見る理由は、「過剰債務や過剰雇用などの構造的な制約要因」「先行きの景気回復の緩慢」「企業の人件費抑制姿勢」「個人消費の横ばい推移」など。しかし、ここでは国際的な物価上昇圧力が忘れられている。

### 《 mart looks different direction 》

こうした状況の中で、債券市場の様相は従来とかなり違ってきている。先々週木曜日に東証の株が日経平均で500円以上下げたときでも、債券相場の反発幅はごく小さかった。先週は株が落ちているときでも、債券相場が売られているケースがよく見られた。債券市場が、株価よりも別のもの、例えば日本経済が抱えつつある金利上昇圧力の強さを懸念した可能性が高い。債券需給もあるが、物価情勢もあるだろう。「株が下げれば債券高」の図式は変わったように見える。

今朝の日経金融新聞には一面に、「量的緩和 景気底離れで新局面」というまとまった記事があって、そこではいわゆる「出口論」が展開されている。「いずれ来る緩和解除のタイミングを推し量る声」が聞こえる中で、その手順をどうとれば良いのかの議論が掲載されている。しばしば言えることだが、「緩和の開始」よりも、「緩和の解除 引き締め」の方が難しい。90年代の初めにアメリカが緩和から引き締めに動いたときにはマーケットは大きな混乱に見舞われた。日本は緩和時期が長かっただけに、この出口を探し、そこからの円滑な脱出はかなり難しいことになろう。

世界的な物価動向の指標である国際商品市況を見ると、これが強含みだ。OPEC が供給

を絞っているために原油は高いし、他の商品価格も高止まりしている。ここでは「中国の需要増大」が大きなファクターになっている。供給余力で世界にデフレを撒き散らしていると言われた中国が、素材インフレの震源地になりつつある。

むしろ日銀も指摘している通り、世界経済における潜在的労働力投入量の高さ、先端技術の価格引き下げポテンシャルなど、物価引き下げ圧力も強い。かつ日米の政策金利上げは先だろう。しかし、世界経済全体を見ると、従来の「デフレ懸念の強い低金利環境」というパラダイムは変わりつつあるように見える。

通常、金融や経済に関するパラダイムのシフトは、たとえそれが劇的な形ではなく静かに始まるとしても、市場に大きな影響を与えるものだ。パラダイムとは「枠組み」であるからして、その組み立てが変わるということは波及効果が大きく、予想外のところにも影響が現れる。また、人々の「シフトの認識」はどうしても従来の“常識”の枠組みから抜け出すの時間がかかり、「認識の普及」はある象徴的な出来事をきっかけに遅れ気味だが一気に、そして過度に進むからである。

筆者は、「そろそろ身構える時期かもしれない」と考えている。

### 《 dollar rebounded sharply 》

連休中の外国為替市場の大きな変化は、「ドルの反発」でした。スノー財務長官が30日の為替問題に関する議会での公聴会で、「アジア通貨のマニピュレーション（操作）はなかった」と述べて日本や中国と対決を避ける姿勢を示したこと、アメリカ経済の成長力の強さを示す数字（ISM 指数の予想外の上昇）が相次いで発表されていること、今までの外国為替市場の市場見通しが圧倒的に「ドル安」でポジションが傾いていたこと、などが背景。

スノー長官は3日にワシントンで開かれた日米財界人会議でも、「柔軟な為替レートと言ったのが、ドル安と解釈された」「アメリカは強いドルを望む」と明言した。またこの会議に参加した日本側財界人の話の中では、「アメリカの関心は日本の円ではなく、人民元」との発言もあった。こうしたことも、今朝の円安・ドル高に寄与している。

月曜日の早朝現在ではドル・円は110円台となっているが、昨日の海外市場では111円台の半ばまでのドル高・円安があった。ドルは対ユーロでも強く、今朝のドル・ユーロ相場は1.14ドルの半ばである。最近では久しぶりに見るドルの大幅反発だ。

ドル高の別の要因としては、ニューヨークの株高も挙げられる。先週も指摘した通り、「株に危険な月」と言われる10月を今年の場合ニューヨークの株価は大幅高で乗り切った。Nasdaqは10月に8.2%も上昇し、一方S&P 500は5.5%の上昇となった。何回かこのレポートでしてきた通り、ニューヨークの株価の動向はドルの動きにも大きな影響を与えている。10月のニューヨーク株高は、ドルにとっては心強い材料だった。

恐らくこのドル反発がどの程度持続的なものになるかのポイントは、この週末に発表さ

れる10月の雇用統計だろう。他の数字はかなり良くなっているが、アメリカ経済のアクセラレーターは「雇用」だ。この雇用の統計が良くならなければ、ドルの反発は息切れが速いと思われる。

今のところ市場の予想は、非農業部門就業者数で3万5000人の増加、という予想だ。この数字を上回ってくれば、ドルが一段高になる可能性がある。問題は、その後だ。筆者は依然として、ドルの基調は弱いと見る。アメリカが「帝国」として抱えるコストは大きい(イラクの混乱はアメリカの市場や選挙に大きな負荷を掛ける可能性が大)、双子の赤字も重要な問題である。アメリカ政府もドルの持続的な上昇を望まないだろう。

今週の主な予定は以下の通り。

11月3日(月)	東京市場休場(文化の日) 米9月建設支出 米10月ISM製造業景況指数 米10月自動車販売
11月4日(火)	EU財務相理事会
11月5日(水)	米9月製造業受注 米10月ISM非製造業景況指数 英中銀金融政策決定会合
11月6日(木)	9月景気動向指数(速報) 米第3四半期非農業部門労働生産性(速報) ECB理事会 世界経済フォーラム年次総会
11月7日(金)	7~9月法人企業動向調査 9月家計調査(全世帯分) 米10月雇用統計 米9月卸売上高

### 《 have a nice week 》

もう11月だというのに、あまり秋という感じがしない。日曜日は非常に暑かった。外を歩いていたのですが、汗ばむほどでむしろ半袖で良かった。今年是一年を通じて変な気候です。まあでも紅葉はあちこちで進んでいる。2週間ほど前に富士山の山麓に行ったのですが、それはそれは紅葉が綺麗だった。

ところで、今週はほんのちょっとですが、私に関わった本が発行されました。経済の本ではありません。鍋の本です。題名は「平成鍋物大全」(日本経済新聞社)。私が所属する全日本鍋物研究会の編纂です。

本来鍋は創造的なもの、ではないでしょうか。だから、「一人一人が独自の工夫や改良をこらし、おいしさを生み出すことこそ鍋物の醍醐味。取り上げた項目は、まるで寄せ鍋のように、いろいろなものを盛り込んだ」内容になっている。だから、既存の鍋を作りたいという向きには当然ですが、新しい鍋を作りたいという方々にも参考になるようになっていく。

私はこの本で「鍋と箸」というお題で一本エッセイを書きました。エッセイが全部で11本ありますが、どれも面白い。事典部分も充実している。これからは鍋の季節。この本は「今年は新しい鍋、一工夫こらした鍋を」と考えている人には最適です。

では、皆様には残りの短い週をご機嫌良くお過ごし下さい。

《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](mailto: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》