

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1727号 2004年03月29日(月)

## 《 yen under adjustment against European currencies 》

先週のこのニュースで「今後進むのは対欧州通貨での行き過ぎた円安修正かもしれない」と書きましたが、その通りの展開となりました。ドル・円はむしろ静かだった。欧州には景気後退懸念があり、かつ利下げの可能性も強い。円高は、主に対欧州通貨のところでも今しばらく続きそうです。しかし忘れてはならないのは、対欧州通貨でドルが永遠に強くなるわけではない、ということだ。アメリカ・サイドにもドル安願望は強い。当面下がっても、ユーロはまた反発する。

それにしても円相場の上昇でも示されましたが、「日本が買い直された」一週間でした。東京の株価のニューヨーク市場からの unbundling (写真相場からの離脱、別シナリオでの展開) はこのニュースでも予想した通りでしたが、今後もこの傾向が続き、高値警戒感からの短期的反落を織り込みながら日本の株価の上値追いは続くでしょう。一方、先週木曜日のニューヨーク市場の株価は大きく反発しました。しかし過去を例に取れば、相場が大きく痙攣的に上昇するのは基本下げ相場の時です。センチメントの急速な変化が相場をそうさせる。しかしあとまたモメンタムを失うことが多い。

相場が本当にしっかりしているときは、市場は静かにゆっくりと上がる。ニューヨークがそういう状況になったとはとても言えない。依然としてニューヨーク市場には「valuation fear」が残っていると思う。その点、東京市場は一部銘柄に過熱が起きているが、市場全体としては依然として「under value」な銘柄が多いと思われる。その点でも、東京とニューヨークの「unbundling」は続く、ということだ。

他市場に目を転じると、香港を含めた中国市場やインドなどの新興株式市場は今年に入って低迷期に入っている。例えば、インドの SENSEX 指数は今年の初めに 6000 の大台に乗ったが、その後は冴えない展開で今は 5500 を上回る程度。中国のハンセンや H 株指数を見ても頭打ち傾向が鮮明だ。中国株について言うと台湾の問題とかいろいろ政治的な理由があるが、やはり「valuation fear」にさいなまれている印象が強い。

そうした中での東京市場の高値追い。どういう基準で見るとよくなるかによるが、今の東京市場は世界のメジャー市場としては、世界で今もっとも活況で上値追いの可能性の強い、世界の資金フロー独り占めの市場です。

さらに、東京市場に流れ込んでいる海外からの資金のかなりの部分が欧州から、となれば欧州通貨での円高進行は十分理解できる。問題は対ドルでの一段の円高の可能性はない

か、です。日本の通貨当局の執拗なレベル介入、その後の押し上げ介入の切っ掛けとなった105円台の前半には、先週の市場はついに届かなかった。円高の進行しても、105円台に少し足を入れた程度。

筆者は、対ドルではあと少しの円高の可能性はあると見ている。日本への資金の流れは今膨大であり、対外収支も日本は黒字拡大傾向にある。こうした中に置かれている通貨としての円は、基本的には切り上がり方向だと考えるのが自然だからです。一方のアメリカは景気に伸び悩み感が顕著になっている。金利も10年債の利回りで見ても4%を大きく割った状況。105円突破もあると見る。

逆に、アメリカの金利に上昇の気配が見えてくればドルには対円で持続的に上がる余地がある。大統領選挙の年に100円割れのような形でドルの弱さが喧伝されることは、ブッシュ政権としても好ましくないだろう。一つのポイントは、日本の通貨当局の介入姿勢である。アメリカのスタンスもあり、112円まで持って行ったときのような露骨な介入は難しくなる。しかし、日本の介入スタンスは円の100円割れを許すようなものにはならない筈だ。

アメリカより先に金融政策で動きそうなのは、ヨーロッパです。先週発表されたドイツのビジネス・センチメントは大きく低下した。IFO 3月の調査によれば、同月のサーベイ指数は95.4と、2月の96.4から低下し、予想の95.6をも下回った。一部の市場関係者は4月1日のECB理事会での利下げを予想する。筆者も前回のECB理事会の時よりも利下げの可能性は大きいと見る。あのときはシュレーダーが露骨に政治的圧力をかけたあとで、ECBとして動けるわけはなかった。今回は欧州の政治家はプレッシャーをかけていないし、材料も揃ってきている。

問題は、ヨーロッパの金利が当面下げ基調にあるとしても、その後はどうなるかである。近く予想される利下げが最後になるかどうかで、ユーロの展開も違ってくる。市場の見方としては1ユーロ = 1.16ドルまでユーロは下がるとの見方もある。ドル・円が動かない(106円前後)とすると、ユーロ・円は123円前後(先週末は128円台)まで下がることになる。

### 《 a turning point for China ? 》

先週は中国の金融当局が金融引き締めに動いた、という意味で中国経済にとっては一つのターニング・ポイントになる週でした。公定歩合と預金準備率を引き上げた。中国の金融界には、「中国には弱いセクター、強いセクターが混在する。よって行政指導の様な形で融資規制をはかるのではないか」との見方もあっただけに、金利操作を行ったのはちょっと意外な印象もある。しかし、これは20%にも達しようとするM2の伸びを抑えなければならない状況に中国に至った証拠である。特に土地周りの資金の動き、過剰な設備投資の動きが見られ、これを冷やす意図がある。

ただし、中国の債券利回りは、利上げがあったわりには上がらなかった。というのは、利

上げをするならもっと大幅なものになるのではないかと見られていたため。そういう意味では、中国金融当局の今回の措置は、市場では織り込まれていたと理解できる。株式市場も全般には落ち着いた動きだった。

実は、先週は週初から4日間ほど成都と上海に行ってきました。成都は初めて。帰ってきて日経ビジネスを読んでいたら152ページから「巨大市場への挑戦、最先端産業分野の戦略的拠点 中国・四川省の省都・成都」という宣伝記事が目についた。まだ取材は完結していないのですが、ここでも紹介できる話をいくつか書きましょう。私としても、中国内陸部の経済の実態に触れることが出来たのは良かったと思っています。

中国では先の全人代でも大きな議題になりましたが、「均衡ある発展」が大きなテーマになっている。それにはいろいろな意味があると思う。貧富の差が拡大していることに対して、もうちょっと底辺の引き上げは出来ないのかが一つ。もう一つは、沿岸地方（大連から上海にいたる海沿い）に比べて、成都もその一部となっている中国西部が平均所得などでも大きく劣っている、それがどうにかならないかという地域格差是正の問題。

要点だけ書くと以下の通りです。

1. 上海のきらびやかさが喧伝されているが、都市としての成都もなかなかの成熟ぶりであり、中国では東部・西部にあまり関係なく都市部の発展ぶりは全国共通になりつつある。どこにも、都市には活力がある
2. 問題は、西部に置いては都市から一步出たところ、さらには農村地帯が抱える問題の深刻さで、そこには東部の同地域と比べた場合の所得格差が大きく、これが西部は貧しい、という印象に繋がっている
3. 中国が目指す「西部大開発」はまさに、西部の農村問題をどう解決するかの問題であり、その為には1) 外資導入 2) 比較優位を原則とした農業改革 3) 都市への農民の移動 4) 出稼ぎの推奨 などが考えられている
4. しかしこうした立案も中央主導で、地方も中央の顔を見て行っている。地方の真の自主性が見られず、今後の中国の課題は経済改革計画・実行の「中央から地方へ」がどの程度進むかがポイント
5. 地方の経済政策立案者の頭は依然として「社会主義的思考」のままであり、彼等の先導は期待できない。まだ「待ち」の姿勢である。これに対して民間企業の活力には目を見張るものがある。「官から民へ」も大きな課題だ
6. 中国は今までは「学習の国」と言える。毛沢東思想を学び、鄧小平を学び、そして今は外資に学んでいる。学ぶだけでも経済はある程度の水準に達する。全人代でも出た「小康生活」というのは、ドル建て一人当たり GDP で3000ドル（日本は3万ドル）を指すようだ。それはラーニング・カーブの中でも実現は可能だろう

7. しかし、その「学習の次」をそろそろ考えるべきところに来ている、と思慮するが、その点に関して「中国はどうするのだろうか」というアイデアをもてないまま帰国した。そこで必要なのは、独創性、個の主張などであり、体制の問題が絡んでくる

という印象でした。次号はスペースがあったこうした問題を取り上げたい。今週の主な予定は以下の通りです。

|          |                                                                                                                           |
|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3月29日(月) | アラブ首脳会議(～30日、チュニス)                                                                                                        |
| 3月30日(火) | 2月労働力調査<br>2月鉱工業生産(速報)<br>3月コンファレンスボード消費者信頼感指数                                                                            |
| 3月31日(水) | 米2月製造業受注<br>2月住宅着工件数<br>2月建設工事受注<br>米3月シカゴ購買部協会景気指数<br>OPEC総会(ウィーン)<br>アフガン支援国会議(～1日、ベルリン)                                |
| 4月1日(木)  | 3月日銀短観<br>3月自動車販売台数<br>消費税込みの総額表示義務付け実施<br>成田空港民営化<br>首都圏の地下鉄民営化「東京メトロ」<br>米2月建設支出・<br>米3月ISM製造業景況指数<br>米3月新車販売<br>ECB理事会 |
| 4月2日(金)  | 3月マネタリーベース<br>2月家計調査(全世帯)<br>米3月雇用統計                                                                                      |
| 4月3日(土)  | 川口外務大臣が中国訪問(～4日)<br>米国が夏時間入り                                                                                              |

### 《 have a nice week 》

やっと春らしい天候になってきました。中国から帰ってきて「桜はどうなったの」とちょうど一週間前に行った千鳥ヶ淵に友人と金曜日に行ったのです。驚きました。咲き具合が印象として、あまり変わっていない。進展はしているのでしょうか。しかし想像していたより遅

いので、「変わっていない」という印象の方が強くなってしまった。

お花見をしているグループも気が付いた範囲では1グループだけ。まあ、あの寒さの中では宴会の雰囲気も出ない。6人くらいのグループでしたが、ちっとも盛り上がりませんでした。しかし、この週末は温かくなったので、満開に近いとも思える。我が家の周りにも桜はたくさんある。場所場所で楽しみたいものです。

桜とともに、とすることではないでしょう。ヤンキースとともにと言った方がまだ当たっている。上海から帰国した成田エクスプレスのホームもそうでしたが、都内は凄い警戒モードになっている。通りかかったニューオータニには両球団の球団旗がかかっていたから、呉越同舟で同じホテルに泊まっているのかな、と。ま、今週は賑やかな一週間になる、ということです。

*《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》*