

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1734号 2004年05月31日(月)

先週一週間の市場を見て一番感じたのは、「やはり、資金の流れが変わってきている」ということでした。5月中旬までの一ヶ月の動きを見ると、アジアの株が売られて、ファンドの出元であるアメリカに戻る過程でドルが強くなった。ドル・円では115円近くのドル高・円安が見られた。米国への資金の戻りを惹起したのは、米中金利上昇懸念、米債券相場の値崩れ、原油高など。

筆者は先週のレポートで既に、「世界の金融市場を動揺させた問題のいくつかに、今度の動向を示唆する動きがあった一週間だった」という書き方をして、株価の反発、債券相場の落ち着き、それにドルの高値からの反落が続く可能性が強い、と予測した。実際に先週における世界各地の市場の動きはその通りだった。それまで一ヶ月の資金の流れの、停止から巻き戻しのへの動きが顕著に示されたと思う。

ドル・円について言えば、先週末には110円を切りそうな処までドル安・円高が進み、先週末のニューヨークの引値は110円24銭前後となった。アメリカへの資金の流れが続いているのなら、このドルの下げはあり得ない。資金の流れははっきり変わったと言える。ドルは対円で下げたばかりでなく、対ユーロでも大きく値を下げて1ユーロ=1.2225ドル前後の引け。それまでのユーロが1.2以上でなかなか定着できなかったのと比べれば、今のユーロ高・ドル安はトレンドの変化を感じさせる。

今後どうなるか。先週も取り上げたが、4月中旬から一ヶ月間の市場の動揺を招いた不安のいくつかは解消しつつある。先週は特に中国の利上げを巡る動きを取り上げた。あとで紹介するが、中国の一連の引き締め効果は既に出始めているという見方もある。金利で懸念が残るのはFRBの利上げだが、これは既にマーケットに織り込まれた、と筆者は考える。利上げを開始した後の上げペースも、それほど速いものにはならないだろう。そういう意味では、金利を巡る不安感は今の世界市場から急速にぬぐい去られようとしている。

一方で、地政学的リスクは依然として大きく残っているように見える。この週末にはサウジのアルホバルで大きなテロ事件が起きた。同国に進出している米ハリバートンなど石油会社とその従業員を狙ったもの。サウジ特殊部隊の突入で多数の死者を出しながら一応の集結は見た。しかし、残った傷跡は大きい。

アルホバルは、同国の石油産業の中心地である。そこでの大規模な事件の発生だけに、治安悪化により石油生産・精製の操業が阻害されたり、サウジからの原油の供給が減り、

需給が一段と逼迫する懸念がある。狙われたハリバートンが直ちにサウジから撤退という  
ような事態になることはないと思われるが、周辺企業の中には同地を撤退する向きも出て  
きそうだ。その中には、日本の商社も含まれるという報道もある。そうなれば、サウジの  
石油輸出そのものへの懸念も台頭する。

とりあえずは6月3日のOPEC臨時総会が注目だ。増産が期待されているサウジが今回の  
事件を受けてどう出てくるのか。恐らく増産承認姿勢は変わらないと思われる。もしそう  
だとしたら、石油価格がバレル40ドルから大きく上げることはないし、世界経済に対す  
る打撃はそれほど大きなものにはならない、とも考えられる。

事件の沈静化とともにサウジはむしろ世界の石油市場を落ち着かせるために石油の増産  
を進める可能性もある。筆者は、サウジのテロ事件を受けたサウジの政策変更の可能性は  
少なく、原油相場が現在の水準から大きく高騰することはないと見ている。とすると、現  
在見られる世界的な資金の流れが再び大きく逆転するとは考えられない。つまり、円高、  
株高傾向は続く、ということである。債券相場はもみあいだ。

### 《 tightening in China underway 》

先週に引き続き、引き締め中の中国経済に関して再び取り上げます。先週の「Asia Today」  
のゲストは、JETRO アジア経済研究所の渡邊真理子さんでしたが、彼女の話が興味深かった  
のは「選択的、裁量的な中国の引き締めは既に効果を発揮しつつある」という点でした。  
彼女の話をここでも要点を纏めて紹介します。

1. 今回の中国の引き締めでは、選択的、裁量的な引き締めの方向が取られ、実際に  
その方向で効果が出始めていると思われる状況になっているのは残念だ。この方  
法は1994年に当時の朱鎔基首相がとった手法と同じで、それ以降の中国の金  
融市場整備、市場における金利機能の進化を考えれば、マクロ的な手法（金利操  
作）が取られてもしかるべきだと考えていたが、今回も採用されなかったことにな  
る
2. しかし、今の中国の「投資過熱」を招いた原因が、振り返るに銀行サイド、特に  
中国の貸し出しの7割を占める4大銀行の貸し出し姿勢の変化に起因していると思  
われることを考えれば、理解できないわけではない。その貸し出し姿勢の変化と  
は、「株式上場を控えた不良債権比率引き下げを、これら4大銀行が不良債権の処  
理というルートではなく、総貸し出しを急速に増やすことによって薄める、数字  
を小さくする方策」を取ったことだ。この銀行側の姿勢の為に、中国では貸しが急  
激に増え、それが投資過熱を招いた面があると見ている。よって結果的には、今回  
の引き締めが選択的、裁量的な方向を向いたのは良かったのかもしれない
3. その結果はすでに出始めている。特定業種を狙い打ちした選択的、裁量的引き締め  
は、すでに効果を見せ始めているし、効果発揮は直ちに現れるとも考えられ、そ

の場合には選択的、裁量的引き締めは終了し、マクロ金融措置の発動なしに、中国は引き締め以前の状態に戻るだろう。中国の不良債権比率は依然として銀行により20～40%と非常に高く、一番の問題を抱えているのは農業銀行である。しかし、こういう問題を抱えながらも、中国経済の成長は続くと考えており、2004年度も8%の成長は出来ると考える

- 4 . 中国の企業のクリエイティビティに関しては、日本企業のように本当に斬新な製品を生み出すという面ではまだ問題が多いが、経営手法の面では過去20年にいろいろと新しい手法は見られる。よって必ずしも創造性がない、というわけではない。またこの問題では地域差もあって、一般に中国では上海は物まねがうまい、と言われている。北京とか四川とかその他の地域の方が中国的革新の動きが見られる
- 5 . 中国経済が今後5年くらい抱えるであろう一番大きな問題は、「強すぎる政府」をどうコントロールするかである。純粋に民間の企業は、行動の面でも発想の面でも非常の斬新で活力を感じる。しかし、官の世界やそれにつながるシステムは硬直的で、中国経済の発展を阻害している。その良い例は、官に発展を阻害された東北地方などで、それをまた官が主導して開発している、という矛盾がある

中国の金融引き締めが裁量的手法で行われて、「利上げ」という形では進行せず、それが既に効果を現しているとしたら、今の香港など中国関連株式市場の動きは理解しやすい。市場は既に、引き締めを過去のものにしつつある、ということだ。

一方、中国と並ぶ大国であるインドでは、新政権の政策の国家が現れつつある。共産主義を標榜する政党までを連立（9党連立、国民会議＝ソニア総裁中心）が選んだ政策は、スローガンとして「economic reforms with "human face"」（人間の顔をした経済改革）ということになったようです。わかりやすい。しかし、その本当の意味するところ、それに実現性はまだ見えない。

政策綱領を見ると、インフラへの投資、財政赤字の削減、テクノロジーやサービス、輸出産業への投資促進を通じて成長率で7～8%の成長を目指す、となっている。しかし、利益を上げている国営企業の民間売却は抑制し、また労働者の雇用・解雇の自由度を落とすなどの政策も入った。ソニア・ガンジー総裁は今回発表された政策について

「the mandate of the people for a strong, secular government for all, especially women, youth and the weaker and poorer sections」

という言葉を使っている。「すべてのインド国民、しかし具体的には女性、若者、弱者、貧困者の為の政府」というわけだ。しかし政策実施の指揮権を取るシン首相が実際にどういう政策をとるかは分からない。というのも、こうした“看板”は、連立を構成する左の政党

のメンツを立てるためのものとも言われているからだ。それでも、「human face」を具体的施策として並べると以下のようなになるという。

農村地帯のインフラに対する公的、民間投資の促進  
農業関連のリサーチ促進と支援事業  
農産物を対象とする市場の育成  
インド国民全員に、年間100日の雇用を保証

となっている。「看板」は別にして、注目されるのは新政権が何を具体的にやるかでしょう。シン首相の手腕の見せ所、ということです。

今週の主な予定は以下の通り。

5月31日(月)	4月住宅着工 米国市場休場(Memorial Day)
6月1日(火)	5月新車販売 米5月ISM製造業指数 米4月建設支出 米5月自動車販売
6月2日(水)	EU財務相理事会 WTO新ラウンド農業交渉再開
6月3日(木)	1~3月法人企業統計 財務省景気予測調査 米第1四半期非農業部門労働生産性 米4月製造業受注 米5月ISM非製造業指数 ECB理事会 OPEC総会(バイルート) 米大統領、パリ訪問(~6日)
6月4日(金)	4月家計調査(全世帯) 4月景気動向調査(速報) 米5月雇用統計

この中では、OPEC臨時総会と米5月の雇用統計が注目です。テロ事件は特殊部隊の突入で死傷者を出しながらも一応の解決を見た。しかしヤンブーでテロ事件があった直後での再びのサウジでの事件。体制の統治能力に対する懸念さえ生じかねない。

雇用統計は、二ヶ月連続して見られた雇用の伸びが続くかどうか、ポイントである。

### 《 have a nice week 》

もう夏ですか。台風が来てから夏になるなんて変ですが、まそういうこともあるか、と。日曜日は本当に暑かった。街を歩く人の装いも全く夏そのものでした。

ところで本当は「誰も知らない」という映画を見たかったのですが、それがまだだと分かったので「シルミド」を見ました。韓国では大人気だったそうです。

JSA が非常に良い映画だったので、「南北」「軍隊の話」など共通項があるこの映画は最初から見たかった。見ながら、「もうこういう映画を作れるのは世界でこの半島の二つの国だけだな」と思いながら。迫力がある。体制とその中の運命に翻弄された男達の物語。

韓国の男が中心の映画と言えばチングもありました。「シルミド」はこれから公開の映画ですから、中身はあまり書かない方がいいでしょう。でも、なぜかこの映画を見ながら、「ミッドナイト・エクスプレス」なんかを思い出していました。

実話に基づきながら、全容がまだ明らかになっていないので「一部文学的解釈を施しました」と映画の最初に出てくる。この映画を巡っては遺族から損害賠償も出ているようです。見ても損しない映画です。凄く感動する、といったことではない。話が強烈すぎて、かえってじわりとこない面もある。しかし映画を見終わっても、登場した人物の顔がなかなか頭から消えない。それだけ記憶に残る映画である、ということでしょう。

《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》