

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1476号 1999年01月11日(月)

《 strange combinations 》

一見バランスの取れた世界一強い経済と株式市場を持つ国の通貨(ドル)が、世界でももっとも厳しい調整局面にある不況下の経済と、冴えない株式市場を持つ国の通貨(日本円)に対して下げ基調にある-----というファンダメンタルズ面からは奇妙な組み合わせが年初来続いている。相場で言う「ファンダメンタルズ」の中身が多種多様、複雑であるにしてもだ。先週のロンドン市場では「ドル安・円高」が進んで、一時109円台を記録。今週のアジア市場でも、ドルは弱含みで始まっている。

このところのドル安の理由として挙げられるのは、

1. ブラジル有力州の連邦政府に対するモラトリアム宣言での同国金融情勢緊迫化懸念
2. クリントンの弾劾裁判開始による先行き不安感
3. 米国が基調的に抱える巨額の貿易赤字
4. ニューヨーク株価の先行きに対する不安(バブル破裂懸念)

しかし、よく見るとドルはすべての通貨に対して下げているわけではない。例えば、週末のドルの対 EURO 相場を見ると、1 EURO = 1.1580ドルでこれは EURO のスタート時点の相場1.1668ドルより「ドル高・EURO 安」になっている。ドルは、円に対しては年初来ほぼ一貫して下げているが、その他の通貨に対しては強いのである。全面的なドル安ではない。「対円」での「ドル安」である。

では、円高はなぜ起きているのか。

1. 日米当局がともに、一定程度の「ドル安・円高」を歓迎しているとの思惑
2. 日本の巨額の経常収支黒字
3. 日本の長期金利が一時よりは大幅に上昇し、他の先進国との金利差が縮小した
4. 今後とも日本の長期金利は上昇する可能性があるとの見方

「円高」は EURO を含むほぼすべての通貨に対して生じているので、対円での「ドル安」より根は深いと考えるのが自然です。このうち一番強い基調的な円高要因は「巨額の経常収支の黒字」ということになります。次が当局の意志。これは、レベルによって明日にで

も変化する可能性が高い。私の予想では、円が100円を突破しそうになれば、日本の通貨当局は必ず「行き過ぎた円高」に警告してくることになるし、介入してくるでしょう。しかし、市場の懸念とは裏腹に、110円前後ではあまり表立った動きは示さないでしょう。介入で直ちに円高が止まるかは不明です。なぜなら、今の政治状況ではアメリカの介入はかなり難しい。相場水準にかかわらずです。

それにしても、今の全体的な日本の経済状況から見れば、円高は納得性に欠けるように見える。アメリカは経済成長率も高く、失業率は低下傾向で、株式市場も強い。対して日本経済の伸び率はマイナス続きで、失業率は上昇基調にあり、株式市場は弱い。「今日本は強い通貨を持つべきか、弱い通貨を持つべきか」という「べき論」の議論をすれば、後者が勝ちそうだ。強い通貨は景気に対して抑制要因になるからだ。しかし、相場は「べき論」では動かない。

不況下の円高は、一つにはこれまでの資本の流れがゆがんでいたからだと考えることができる。つまり、日本の金利が債券バブルもあって異常に低い水準にまで低下し、この結果円とその他の通貨の金利が拡大し、円安が行き過ぎ、今はその巻き戻しが入っていること。また、円安が行き過ぎたことにより、日本の経常収支の黒字が拡大し過ぎた反動が出ていると考えることも出来る。

〈 out of line 〉

全体的なゆがみの是正過程であるとしたら、そのゆがみが解消できた段階で「円高・ドル安」は止まる筈だ。当局の円高容認が止まり、日本の経常収支黒字の拡大が止まり、そして日本の金利とその他の諸国金利との縮小が止まった段階で。その裏側では、アメリカの経常収支の赤字が少なくとも拡大傾向を止め、アメリカへは再び資金が流入しなければならぬ。

しかしこうした環境が整うには、相当時間がかかりそうな情勢である。第一に、今の環境ではアメリカの対外収支の赤字拡大傾向が止まるのには相当な時間がかかりそうなこと。アメリカの消費需要は伸びきったように見えて、依然として極めて強く、日本を含めて世界中の企業に大きな市場を提供している。

「消費」は消費者の収入と借り入れ能力、それに何よりも「将来への確信」によって支えられるが、GDPの69%を占めるアメリカ国民の消費意欲、「将来への確信」は善し悪しの問題は別にして、またそれが妥当かどうかは別にして依然として極めて強い。今年の秋に、アメリカ国民の貯蓄率はゼロに落ち込んだにもかかわらずである。

その背景は、まず雇用が極めて安定していること。週末に発表になった昨年12月の米雇用統計は、非農業部門就業者数が37万8000人の増加と、エコノミストの予想の約倍となった。15ヶ月ぶりの高い水準。この結果、昨年第四・四半期の平均月間雇用創出数(非農業部門)は、26万4000人となった。これは前期の同20万4000人を上

回っている。アメリカ経済は雇用者数で見ると鈍化するどころか、加速しているのである。

昨年12月の米失業率は4.3%となった。日本では「日米の失業率が逆転」というポイントが話題になっている。日本は4.4%だったからだ。しかし日本の場合失業率の上昇は、雇用の流動化が進展している証拠と受け取るべきで、むしろ望ましい方向だと考えるべきである。とまれ、12月の統計を入れると昨年一年間のアメリカの失業率は4.5%となったが、これは1997年の4.9%から大幅低下したばかりでなく、遡って見ても1969年(3.5%)以来の低水準。しかし、69年はベトナム戦争当時で平和時の失業率としては1957年(4.3%)以来、実に40年ぶりの低水準である。

これだけ雇用がしっかりしていれば、消費者の強気は続く。低失業率、人手不足の中で80年代の日本の消費者が購買意欲を強めたのと似ている。

〈 chasing new highs 〉

加えての株高が、資産効果でアメリカの消費者の購買意欲を引き立てている。アメリカの株式はダウ工業株30種平均で見ても、年初の先週一週間で461ドル89セント、ほぼ5%上昇して9643.32ドルになった。昨年10月半ば安値から見ると、ダウは20数%、NASDAQに至っては60%くらい上昇している。

ここまで来ると、ニューヨーク市場で一番の強気でならずアビー・コーエンまで株式に対する投資比率引き下げを勧告し、またFEDサイドからも

「Ms. Rivlin said the U.S. economy is "rolling along" in response to recent cuts in interest rates by the Fed. "We lowered interest rates in the fall because we do expect the economy to slow down and we don't want it to slow too much," said Ms. Rivlin.

However, she noted that the rate cuts had the effect of causing strong rallies in U.S. equities markets, and that "there is concern about the stock market -- that maybe the surge in stock prices is out of line with future earnings."」

という警告が出ている。「out of line」とは、今のアメリカの株価急騰は、米企業の将来の収益からも正当化できない、という点を指摘したものだ。エコノミストもかなりこれに賛成しているが、とにかく資金が流入する市場になっていて、この資金の流入を受けて株価は高騰を続けている。高騰が高騰を呼んでいるのである。FEDのRivlin副議長は「(昨年秋に相次いで利下げしたのは)あまり急激にアメリカの景気には鈍化して欲しくなかったからだ」と言っているが、雇用の動きや消費性向から見ると、事実上「加速の持続」状

態となっている。

改めて11月の三回目の金利引き下げが妥当だったか問われるべきだが、それは置くとしてアメリカは「株価のバブル懸念」を強く持ちながら、経常収支の赤字拡大を続けそうである。消費者は、雇用と株の両方で強気になっている。最終投資家は、ファンド・マネージャーやエコノミストより株価の先行きに強気である。

一部国内産業の疲弊を見て、クリントン政権は今までの「強いドル」戦略を明らかに軌道修正している。特に円に関してである。この戦略の策定者だったルービン財務長官に関しては最近この政策を繰り返すことはしなくなったし、そもそも財務長官辞任の噂が消えない。経常収支の赤字の国が、自国通貨の減価を言い出したら、それがアメリカの場合には相当進むと考えるのが自然である。

日本サイドにも、弱々しいファンダメンタルズにもかかわらず円高要因がある。それは、今まで低すぎた円金利の調整と、経常収支の黒字拡大予想である。円金利の調整は、今までの円安の背景にあった carry trade を不可能にする。金利差が縮小すれば、うまみがなくなるからである。調達コストが高くなり、運用利回りは低下する。そして国内が消費不振であるが故の経常収支黒字の拡大。

重要なのは、消費が鈍化してアメリカ経済が成長率を落とすにしても（先行きは強い）、株価が調整局面に入るにしても、当初の外国為替市場に対する影響としては「ドル安」が誘導されると思慮される点。米経済の成長率鈍化は、金利の低下をもたらす。通貨安になっても今はインフレ圧力が生じないので、金利の基調的な低下傾向は妨げられない。この結果、一段と通貨安になる。株価が下がれば、これもドル安の材料となる。

仮に日本経済が再生への光明を見せ始めたらどうなるか。これも円高が連想される。世界でももっとも depressed された日本の株式市場に資金が流入してくると想像されるからである。世界で「流動性に富む市場」はそれほど多くはない。一つの市場が駄目になったときには、必ずその資金は他の市場に流れる。日本に資金が入ってくれば、それは円高要因になる。景気が回復すれば金利は上昇するから、日本の景気回復は円高要因である。

こうして見てくると、一般的にファンダメンタルズと言われているいくつかの要因が、その表面的な連想とは裏腹に、「ドル安・円高」の方向を強く指し示していることが分かる。筆者は昨年末に今年中の90円を大きく割り込む円高局面の到来を予測したが、年末・年始の動きはその方向に沿ったものと言える。

《 watch U.S. marts and Brazil 》

今週の主な予定は以下の通りです。

13日（水曜日）

98年12月の米卸売物価

14日（木曜日）

小淵政権が内閣改造の予定

15日(金曜日)

98年12月の東京地区百貨店売上高
98年12月の米消費者物価
98年12月の米小売売上高
ASEAN 蔵相会議(フランクフルトで1
6日まで)
98年12月の米鉱工業生産
98年12月の設備稼働率

書き忘れたが、先週末に出た欧州の指標としては、ドイツの昨年12月の失業者数が注目だった。3万4000人の増加。これはエコノミストの予想(一万人の減少)に反するものでこの結果、ドイツの昨年12月の失業率は10.9%と前月の10.2%から上昇した。先週末に「ドル高・EURO 安」に為替相場が動いた背景は、こうした欧州主要国サイドの雇用統計の動きから見て、大西洋を挟んだ金利は縮小する前に拡大するのではないか(アメリカは上昇基調、欧州は低下基調)との憶測によるもの。

今週の動きについては指標は以上のようなのだが、やはりアメリカの株価動向は注目した方が良い。ブルームバーグのインターネット・ラジオを聴いていても、株価の上げ過ぎに対する米マスコミやエコノミストの警告は強くなっている。こうした声に、アメリカの最終投資家がどう反応するか。

あとは小売売上高などの統計が日米から出る。日本は依然として厳しいと思われる。年末商戦もちょっと息切れだった。まだまだ失業率が上がる中では、日本の消費者の動きは鈍いだろう。勤労者に再び自信が戻るまでは、日本では本格的な消費ブームは戻ってこないと思われる。今までの日本政府は、ただお金を使うだけで消費者に自信を取り戻すことをしてこなかった。ツケが回ってきている。

〈 have a nice week 〉

今年は、なかなかすさまじい幕開けです。生まれて初めて見ました。「天和」を。麻雀を知らない方には何のことだかお分かりでないかもしれませんが。親の配牌での上がり。極めて珍しい。私ではない。上がったのは。その点は残念ですが。まあ、見ることができただけでも良い。ゴルフのホールイン・ワンより遙かに確率は低いのです。

正月で帰国した弟からベトナムの話を聞きましたが、面白かった。やっぱり景気が悪いらしい。外国人がどんどんハノイなどからいなくなって、ホテルは青息吐息。公示価格は200米ドルくらいするホテル(村山首相が泊まったハノイ・ホテル、小淵首相が泊まった日航ホテルなど)が結構なペースで値下げをしている。その結果、50米ドルくらいで宿泊できる一流ホテルも出てきていると。稼働率が20%というのだから、これは仕方がないでしょう。

ベトナムでも世代間ギャップが出ているという。ベトナム戦争が終わって20年以上。この20年とそのちょっと前に生まれた連中にとってはアメリカは特別な国ではなく、言葉も商品も自然に受け入れる。英語もうまい連中がいるらしい。しかし、少なくとも一度はアメリカと戦った連中。つまり、40才以上の連中は、企業の中堅にしながら、英語も出来なければテクノロジーも分からない。やはり企業でお荷物になっているという。

彼はインドネシア、タイ、そしてベトナムと3カ国で働いていますが、人件費が一番安いという。今ハノイから30分くらいのところで工場団地用地を作っているのですが、労働賃金はインドネシアの6割、タイの3割程度。国民は全体に頭は良いらしいが、フランス、アメリカと長い植民地支配を受けた結果、あまり斬新な発想力というのはいないらしい。またその影響が有るのかもしれないが、外国人に対しては乱暴狼藉は全くしないのだそうです。だから夜遅くでも外国人は女性でも平気で街を歩いているという。

共産主義国家なのに、CNNは自由に見れる、NHKも見られる、インターネットも自由で、世界との壁はなく、その「自由な経済」と「政治のイデオロギー」のギャップがあちこちに出てきているという。で日本人はどうしているか。相も変わらず「村」だそうです。日本人学校も40人くらいの規模であるのだそうです。驚くなかれ、週末に飛行機で片道2時間をかけてバンコクの塾に通わせている親がいるらしい。あと一年半くらいいるらしいので、必ず一回は行こうと思っています。

最後になりましたが、週刊ダイヤモンドの「超情報源 2600」に、経済情報収集における私のインターネット利用法を紹介しておきました。インターネットはカレントに為替相場、株式相場を見られるような便利なツールになってきている。ご興味のある方はご一読を。

それでは皆様には良い一週間を。金曜日は休みですか。

《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》