

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1684号 2003年05月19日(月)

《 a bewildering new factor 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. もともと脆弱な日本の株式市場に、「りそなへの2兆円規模の公的資金導入」という大きな不安要因が加わった。りそなが直面した問題は、日本の金融システム全体が抱えている問題とみられる可能性が強いし、事実そうした面は否定できない。公的資金投入が小泉政策の「成果だ」、「いや失政だ」の両評価がある中で、市場の不安心理は当面高まろう
2. りそなにに関して決まったのは2兆円規模の資本注入で実質的国有化することと、53才の川田憲治新社長が率いる新経営陣の陣容だけで、減資するののかしないのか、新しい銀行の経営の重点をどこに置き、それによってどう収益力のある銀行体質を作っていくのかなど問題は山積している
3. FOMC 声明で明確になった米中央銀行のデフレ懸念は、先週発表されたアメリカの物価統計で裏打ちされた。デフレはヨーロッパ、アメリカを含む先進国共通の問題となりつつある。アメリカを中心に、世界の取引可能債券（国債を中心に）の利回りは大幅に低下した。こうした金利低下環境はしばらく続こう
4. 世界的なデフレ傾向が鮮明になる中で、各国の通貨当局が直面する「通貨切り下げの誘惑」は強くなっている。切り下げ競争が激化した場合には、世界経済は大きな混乱に陥りかねない。サミットなどの場でデフレ脱却、切り下げ競争回避の大枠ができるかどうか今後の世界経済を見る上でのポイントとなる
5. それが出来ないようなら、世界の株価はさらに大きな調整を受ける可能性がある。そうした中で、先進国の金利はさらなる低下を見ることになるだろう。一方で為替相場は、変動相場制スタート以来これまで為替相場に最終的な方向性を与えてきたアメリカの意向を巡って、大きな変動に直面しよう。ただし日本の円売り介入は継続すると考えられる

りそなへの公的資本注入の直接的背景は、「繰り延べ税金資産」の評価を巡ってのものとされる。つまりそれまで見込んでいた資本勘定に入れる同資産について、監査法人から厳しい指摘を受けて大きく減額された。その結果4%を割る事態になり、資本注入申請に繋

がった。

金融庁などの説明によると、りそな銀行の連結自己資本比率は、今年3月11日時点の計算では6%台半ばだったが、5月17日には2%台前半まで下落した。この4ポイント以上に及ぶ自己資本比率下落の要因内訳は、繰り延べ税金資産の厳格査定が最大で2・6ポイントと最大。次いで不良債権処理の増加が0・4ポイント強、株価下落0・4ポイント程度、リスク資産の増加0・3ポイント、その他0・3ポイントだったと言われる。りそな行き詰まりの背景が「査定厳格化」にあることは明らかだ。

政府はこの結果を14日には通知され、秘密裏にその対応策を練っていたと言われる。金曜日の市場にはそれに関する噂が出たものの、正式にマスコミ報道となったのは17日の未明である。株式市場への影響を懸念して、発表をそれまで延ばしたというのが実情のようだ。

週末に金融危機対応会議やりそなの臨時取締役会で決まったのは、「グループの中核銀行のりそな銀行に公的資金を注入する」(規模は2兆円規模とされる)、「この結果、りそなは事実上国有化される」「現会長、社長など5人が退任し、大手銀行では比較的若い川田憲治氏を社長に新しい経営陣が経営に当たる」など。

しかし、今後の株式市場に大きな影響を与える「減資」などに関しては、政府と日銀の間でも方針は齟齬しているように見える。例えばこの問題に関して土曜日に記者会見した日銀の福井総裁は、「モラルハザードにならないため、株主が責任をまっとうするように答えを出すと思う」(朝日新聞による)と述べて、減資によって株主負担を迫る必要性を指摘した。ところが竹中経済財政・金融担当大臣は「株主責任としての減資は考えられない」(日経)と述べている。市場はこうした数多くある問題の詰めを一つ一つを見守り、それに反応することになる。

りそなへの資本注入が小泉政権の進める改革の「成果」か「失政の結果」かについては政界の評価が分かれているようだ。しかし、この合併銀行が独自に抱えた経営問題があることは当然として、デフレとの取り組みを本格化せず、景気の浮揚をはかってこなかった小泉経済政策の結果の一つであることは明確である。デフレと株安が続く中では、銀行を含めて日本の企業、経済活動を巡る環境は厳しくなる一方である。

《 intensify its efforts to combat deflation 》

デフレとの関係を見ると、日本のデフレ環境に強い警告を発したのはドービルで開かれた主要国首脳会議の財務省会合です。出てきた声明の第二パラは以下の文章で出来ている。

「As we face a common challenge of ageing, our contribution to higher worldwide growth should rely more strongly on a good system of education and life-long learning, research and development, innovation and entrepreneurship, on the foundation of a sustainable fiscal and monetary framework. Europe will continue

to foster innovation and to accelerate labour, product and capital market reforms so as to achieve a more flexible economy. The US will act to create jobs and to encourage savings and investment by the private sector. Japan will continue its structural reforms, including in its financial and corporate sectors, and intensify its efforts to combat deflation. Canada will maintain monetary prudence and fiscal balance, while investing in productivity. Russia which has greatly improved its performance, will pursue structural reforms, in particular, in particular in the financial sector.」

筆者の記憶では G7 ないしサミットで特定の国を対象にデフレ (deflation) という単語が使われ、「デフレと闘う努力を強めるべきだ」(intensify its efforts to combat deflation) といった要請的表現が使われたのは初めてである。「強めなければならない」わけだから、現状では不満だということである。これは、小泉政権の政策運営に対して、国際的な不満表明が行われたに等しい。

アメリカや欧州にしてみれば、日本のデフレをこのまま放置すれば自国のデフレ傾向に拍車がかかると見ている、ということだろう。実際のところ、アメリカがデフレに直面する危険性は日々高まっていると言える。アメリカのデフレ懸念は5月6日のFOMC声明(5月12日の号で取り上げ)で具体的な形になったが、先週はこれを裏付ける統計が次々に発表された。

まず、アメリカの4月の卸売物価は1.9%という「56年ぶり」の大幅低下となった。原油価格の大幅な低下を背景としたもの。3月は1.5%のアップだった。しかし、この「56年ぶり」も数字としてはあまり意味がない。なぜなら、米政府が卸売物価指数統計を取り始めたのは1947年。つまり、それ以前の統計はないから56年ぶりとなっているわけで、実際には例えば80年ぶりといった状況かもしれない。

重要なのは中身だ。原油の価格下落が主因だが、必ずしも一時的とは言えない。なぜなら、食料品やエネルギーなど変動の激しいアイテムを除いたコアの卸売物価も0.9%低下した。これは、過去10年で最大の下げ。つまり卸売物価段階では、アメリカの物価は明らかに下落基調に入ったということである。

これを受けて発表された4月の米消費者物価は0.3%の下落。ウォール・ストリート・ジャーナルには「biggest drop in 19 months」という表現があった。ここでも物価下落の原因はガソリン価格というエネルギー価格の下落だが、コアの消費者物価も横ばいと上昇を止めている。「これは、FRBのデフレ懸念が現実味を帯びていることを示すもの」(同紙)という見方が当たっている。4月について言えば、住宅着工なども落ちており、戦争が終わればアメリカの景気は上向くというグリーンズパンの楽観的見通しも怪しいものになってきている。

まだインフレ懸念が残っているとして利下げを拒んでいるヨーロッパに関しても、景況は悪い。今年第一四半期のユーロゾーンの経済成長率はゼロに落ち込んだ。これは過去2年で最低である。これはユーロゾーン経済の中核をなすドイツ経済の不振が大きい。ドイツ連邦統計庁が発表した今年1～3月期の実質国内総生産（GDP、季節調整済み、速報値）成長率は、前期比でマイナス0.2%となり、前期のマイナス0.03%に続き2期連続でマイナス成長を記録した。これはアメリカの定義では「リセッション」と言える。

急激なユーロ高による輸出の伸び悩みや原油高による輸入増で外需が落ち込んだことに加え、イラク戦争を心理的圧迫要因にして経済の柱である個人消費など内需が低迷したため、ドイツ経済は持続的な景気縮小の瀬戸際にあると言える。

《 first time in many many years 》

こうした状況を受けて世界的に進行したのが債券高である。特にアメリカでの債券の上昇は目を見張るものがある。関連記事を読むと、「45年ぶり」とか「(利回りが)史上最低」といった単語が頻繁に飛び出す。

先週金曜日の引け段階での指標銘柄の利回りを見てみると10年債が3.46%、30年債が4.45%。ともにここ40年ほどには見られなかった低水準である。卸売物価、消費者物価がともに低下に転じたことから、5月6日のFOMC声明で「歓迎できないインフレ率大幅低下の可能性の方が、既に低い水準からインフレ率が上昇するリスクより大きい (the probability of an unwelcome substantial fall in inflation, though minor, exceeds that of a pickup in inflation from its already low level)」としたFOMC。こうした状況が続くと、FOMCが定例会議間利下げに踏み切る可能性も出てきたと見るべきだろう。

為替に関しても注目すべき動きが見える。5月13日にスノー米財務長官はロイター通信とのインタビューで

「Japan and Europe shouldn't blame a weaker dollar for their economic woes, U.S. Treasury Secretary John Snow said, adding that devaluing the euro and the yen was not the way to boost their longer term growth.

In a wide-ranging interview with Reuters, Snow questioned the effectiveness of intervention as a tool.」

「日本と欧州は自国の経済的苦境の責任をドルに転嫁すべきでない。円とユーロの切り下げは長期的成長を達成する方法ではない」「介入の効果には疑問」と。これは今年に入っても繰り返し円高阻止のための介入をしている日本の通貨当局に対する批判のようにも読める。一方でスノー財務長官は「強いドルはアメリカの政策」とも言っているが、これは大きな視点から見ると「アメリカの為替政策のパラダイムチェンジ」とも言えるかもしれ

ない。今までのアメリカの為替政策は「強いドル」を基調としていた。少なくとも言えることは、対ユーロなどで進むドル安に関して、アメリカの通貨当局は介入しないだろう、ということである。

スノー財務長官は、この週末にも為替に関して重要な発言をしている。ウォール・ストリート・ジャーナルが「Snow Digs Further on Dollar, Again Discounts Forex Value」として載せているもので、その記事は以下のような始まっている。

「DEUVILLE, France -- Treasury Secretary John Snow made more nuanced remarks on the administration's strong dollar policy at the Group of Eight summit of financial officials over the weekend.

Mr. Snow's remarks appeared to be aimed at reconciling the stated policy with the fact that the dollar has fallen about 20% against the euro over the past year. Instead, he seems to have rendered the policy meaningless.

When it comes to the dollar, the Treasury wants it both ways: officials say they haven't changed the longstanding policy favoring a strong dollar, and then argue the dollar's value on foreign-exchange markets doesn't determine whether it is strong.

At a press briefing after the meetings, Mr. Snow described recent foreign-exchange movements as "really fairly modest realignments of currencies," indicating he sees further room for the dollar to fall.」

下線を引いた部分が重要である。ドルが過去一年間に対ユーロで20%も下落した。この下落を「実は小幅な為替相場調整 (really fairly modest realignments of currencies)」と言い、さらに外国為替市場におけるドル相場の変動を「強いドル」の判断基準から外したのだから、月曜日の朝方のシドニー市場でドルが大きく売られた十分な理由になる。19日朝方のシドニー市場では、1ユーロは1.1665ドル前後を付けている。

では、「強いドル」とは何か。最近の議会証言でスノー財務長官はこの点に関して以下のように述べていた。

「"You want to see a currency that is a good medium of exchange; you want the currency to be a good store of value, something people are willing to hold, and difficult to counterfeit."」

つまりドルには、「価値交換の良い媒介」であってくれば良く、かつ「良き価値の貯蔵

媒体」であり、「人々が喜んで保有する意志を持ち、かつ偽造が難しい通貨」であることを希望する、それが「強い通貨」の基準だ、というのである。ここからは意図的に「強いドル(通貨)」の基準から「外国為替市場における価値」が除外されている。

もっとも、今朝の為替相場の動きを見てもそうだが、外国為替市場におけるドル為替相場下落の圧力は、当面は対欧州通貨に対して進行する可能性が強い。これは日本の通貨当局が対ドルでの円相場の上昇を阻止する介入を継続すると考えられるからだ。

対イラクとの戦いでアメリカに協力した日本の通貨当局が対ドルでの円相場への介入を続けることを、アメリカは許容しているとも見える。ということは、先週も見通しで述べたとおり、円が対ドルではステイする一方で、対欧州通貨に対しては下落基調を続けるということになる。

今週の主な予定は以下の通りです。

- 19日(月) 日銀政策決定会合(20日まで)
米コンファランスボード景気先行指標
- 20日(火) 3月の景気動向指数(確報)
米4月の財政収支
- 21日(水) 5月の日銀金融経済月報
3月の単身世帯消費者動向指数
グリーンズパン議長が議会証言(上下両院経済委員会)
- 22日(木) ECB理事会
小泉首相訪米
日銀総裁定例記者会見
- 23日(金) 日本の3月の第三次産業活動指数
4月企業向けサービス価格指数
日米首脳会談(テキサス)

その翌週の主な予定

- 27日(月) 米コンファランスボード消費者景気信頼感指数
4月の米新築住宅販売
4月の米中古住宅販売
- 28日(火) 米4月の耐久財新規受注
経済財政諮問会議
- 29日(水) 日本の4月鉱工業生産
- 30日(木) 5月の東京の消費者物価
4月の完全失業率
米シカゴ購買部協会景況指数

ミシガン大学消費者信頼感指数

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。りそなのニュースが土曜日の深夜に入ったり、SARS 患者のいた台湾の医師が日本に入国して関西を旅行していたことが判明したり、と何かと気ぜわしい週末でした。それにしても、台湾の医師は無責任ではないですかね。台湾の友達に電話したら、台湾でもそういう話になっているそうですが。

テレビなどを見ていると、日本人で例えば北京などから帰った人は、自主的に家に籠もって家族とも会わないような努力を10日間くらいしている。それがまあ日本人的な常識です。台湾の感染経路を見ると「病院関係者」が圧倒的に多い。ベトナムなどでもそうなので特殊台湾的な現象ではないのですが、であるがゆえに病院関係者はなおさら行動に気を付けて海外などに絶対でないことが必要なはず。今になっても台湾では患者が増えている。象徴的な出来事でした。

SARS を含めて病気が話題になることが多いので、医学関連の本を一冊紹介しましょう。「医者しか知らない危険な話」という本で、先の日曜日にフジテレビの番組に著者の中原さんからもらったもの。読んだら面白かった。週刊誌に連載した一連の文章を一冊にまとめたもの。内容は少し古いが、しかし依然として現代的な課題を数多く取り上げている。常識の中や、気がつかないところに医療・健康リスクがいろいろあることが分かる。中でも「サッカーは子供の体に悪い」「コンタクトで失明が急増中」「人間ドックが病気を作る」「病院船の建造を急げ」などがおもしろかった。眼鏡ではなく、コンタクトの人は多いのでは。一読の価値ありですかね。

それでは、皆様には良い一週間を。

《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》