

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1696号 2003年08月18日(月)

## 《 well prepared 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

1. アメリカの市場は大停電の打撃を大きくは被らずに乗り切ることが出来たようだ。原因の特定が遅れていること、「60年代のシステム」と言われる送電体系をいかにしてもっと信頼感の高いものにしていくかなど課題は残っている、その面から今までの競争促進一辺倒の政策見直しの動きも出てこよう。今のアメリカにとって「security」こそキーワードである
2. 危機は乗り切ったが、アメリカの経済は引き続き変節点にいる。今までの消費主導の経済が企業の設備投資主導に切り替えられるかどうかだ。消費はアメリカ経済の69%を占め主役の座は降りることはないが、金利上昇、住宅ローンの借り換え減少、不安定な雇用情勢などで引き続き唯一の機関車を期待するのは酷である。政府支出はめいっぱい。そこで、企業の設備投資が真に雇用や生産を増やす方向に増えるかどうかポイントになる
3. 長く低迷した日本経済は、諸指標を見てもそうだし企業家やビジネスマンの心理を見ても、「どん底から上向き」に転じつつある。経済に対する心理は、しばしば10年程度のサイクルで転換するものだ。脅威としか映らなかった中国が市場としても大きく拡大してきて交易条件が改善してきたことや、世界経済がイラクでの戦争やSARSなどの懸念材料を乗り越えてきたことが大きい
4. 為替市場の観点から言うと、この秋に決まったスノー財務長官のアジア歴訪がどのような性格なものになるかがポイントになる。人民元切り上げを視野に置いたアジア歴訪と言われているし、多分アメリカ・サイドの本意もそこにある。しかし、市場への影響がそこでとどまる保証はない。先進国通貨へのプレッシャーとして生じうるのは円高・ドル安である。対北朝鮮で中国の力を借りているアメリカが、このレポートで何回も指摘している「ダブル・スタンダード」(第1694、7月28日号参照)を押し通すことは難しいと見られるためだ

筆者は1977年に起きた前回の停電の際には、ニューヨークに駐在していて実際に「大停電」なるものを経験した。信号がまったく動かなくなり、都市が夜に真っ暗になるのは

異様だ。マンハッタンを車で移動したが、「犯罪に巻き込まれるのではないか」など心理的にも大きなプレッシャーを受ける。ヘッドライトに突然巨大な人間が映し出されるのは、不安なものだ。活躍したのは、蠟燭とラジオ、特にカーラジオだった。今回もそうだったという。

もっとも、同じように「大停電」だったが、前回と今回では状況はかなり違う。70年代のアメリカはベトナム戦争の後で心理的にも経済的にも荒廃していて、停電が起きたのは私の記憶だと夜の9時10分過ぎだった。7月13日の暑い夜で、家に居られなくなった民衆の一部が街に出て略奪行為を働いた。実際に私がこの目で見たのは市民が自発的に交差点に立って信号の代わりをするなどアメリカを見直す場面もあったが、ニュース的には略奪の映像が世界に流れ、一段とニューヨークは怖いところという印象が広まった。

今回は、停電地域がカナダにも及ぶという広範囲だったが、発生は米東部時間で午後4時10分過ぎという明るい時間帯。夜になるまでには4時間以上の余裕があった。市民は事態を理解する十分な時間があったということで、ニューヨークからの報道を総合すると、警察の動きも素早かったようだ。あるハーレムの店主は「警察がまるで停電を予測していたように素早く街に配置された」と言っている。ニューヨーク市だけで、停電直後に市内に配備された警察官と消防署員は合計4万人に達したとされる。警備は万全だったということだ。ニューヨークでは蠟燭を原因とする火災などで、死者は二人だけだった。

市民の心理の変化もあるだろう。ニューヨーク、さらに言えばアメリカの市民は9・11を共通体験として持っている筈だ。「もしかして、これはテロかも」という状況の中で、悪事を働こう、悪のりしようという心理はなかった筈だ。今回の停電で略奪行為があったのがカナダのオタワだったというのは象徴的だ。普段はカナダの方がはるかに治安は良いとされる。アメリカ市民には、対テロでの一体感、または一体感の残滓があったということだ。

株式市場もそれに応えた。地下鉄が動かない中での市場開場で出来高は激減したが、ダウ、Nasdaqとも前日比小幅高で終わった。テロでなくても、投資家の間では「弱いアメリカ」「ダメなアメリカ」を見せたくない気分が強かったのだろう。木曜日の停電発生後に大きく買われた債券は、金曜日には早仕舞い（午後2時）のマーケットで反落、金利は上昇して“いってこい”の展開。市場への影響は最小限だったといえる。

問題は米北東部が絡んだものだけ、アメリカでは1959年、61年、65年、77年、そして今回の2003年と繰り返し大規模停電が起きていることである。そこには構造的欠陥の存在を類推できる。停電が発生するたびに「テロ説」が流れ、しかしその度にテロではない、別の国内的原因であることが判明している。

しかし、今後はこの脆弱性に狙いを定めた、ネットを利用したハッカーのテロ攻撃の危険性もある。今回の停電で、北米の主要都市がいとも簡単に無防備になることが判明した。災害に強いはずのケイタイ電話も使いにくくなり、社会のネットワークを構成するコンピューターも立ち上げられない。地下鉄も電車も走らず、都市機能は麻痺した。

## 《 a major superpower with a third-world electrical grid 》

どうしてアメリカでは繰り返し、しかも広域な停電のような事態が起きるのか。先進国には実にあい相応しくない。ニューヨーク・タイムズに紹介されたリチャードソン前エネルギー長官の言葉がとても参考になる。

「“ We are a major superpower with a third-world electrical grid, ” said Gov. Bill Richardson of New Mexico, an energy secretary during the Clinton administration. “ Our grid is antiquated. It needs serious modernization. ”」

つまり、「アメリカは、第三世界並の送電システムしか持たない超大国」と。送電システムは英語では、power grid とか electrical grid というらしいのですが、ではなぜアメリカの送電システムがリチャードソンの言うところの「antiquated」(旧式化)したのか。それについてはこう書いてある。

「The problem of preventing such power failures has been that, for the most part, no one has an incentive to invest billions of dollars in new wires, new towers and new transformers, which are often opposed by residential neighbors. The old utilities have sold off their power plants but still hold a highly regulated monopoly on the network of lines, and they would only invest in new transmission if state regulators would guarantee them rate increases to pay for it.」

つまり、送電システムを中心とした電力供給システムに投資するインセンティブを誰も持っていない、というのである。料金は激しい競争もあって低く抑えられている、効率化を求める声も高い。アメリカではカリフォルニア州でも去年の夏に停電騒ぎがあったことが思い出される。システムの欠陥があるということでしょう。

今回の停電で改めて示されたアメリカ的システムの行き詰まりは、「最低限のコストで最高の効率」という方式の見直しに繋がる可能性もある。その逆にあるのは日本だ。日本は電力会社の担当者に聞いたことがあるのだが、世界でも冠たる低停電率国だそう。つまり、停電が発生しにくい国。確かに日本は停電が起きないし、起きても直ぐに回復する。77年のニューヨーク大停電は私の記憶では一部地域では26時間、今回は30時間以上続いた。「広域、長時間」というのがアメリカの停電の特徴。

その代わりに、日本の電気料金はアメリカの2倍近いという説がある。電力会社の人に言わせると、停電率を引き下げる最後の数%のところはコストがかかるのだそう。彼が言いたかったのは「だから日本の電力料金の高いのはある程度やむを得ぬ」ということだろう。それが正しいとは思わないが、アメリカで繰り返し起きているような「広域、長時間

の停電」が歓迎できないことは確かで、「security」意識が強くなったアメリカにおける経済思潮の変化のきっかけになる可能性がある。

先週のもう一つのイベントは12日(日本時間13日早朝)のFOMCでした。今回のFOMCで注目されたのは、金利操作ではなく、声明の内容。金利操作はないだろうということでコンセンサスが出来ていたし、実際そうだった。声明の肝心部分は以下の通り。

The Federal Open Market Committee decided today to keep its target for the federal funds rate at 1 percent.

The Committee continues to believe that an accommodative stance of monetary policy, coupled with still-robust underlying growth in productivity, is providing important ongoing support to economic activity. The evidence accumulated over the intermeeting period shows that spending is firming, although labor market indicators are mixed. Business pricing power and increases in core consumer prices remain muted.

The Committee perceives that the upside and downside risks to the attainment of sustainable growth for the next few quarters are roughly equal. In contrast, the probability, though minor, of an unwelcome fall in inflation exceeds that of a rise in inflation from its already low level. The Committee judges that, on balance, the risk of inflation becoming undesirably low is likely to be the predominant concern for the foreseeable future. In these circumstances, the Committee believes that policy accommodation can be maintained **for a considerable period**.

ポイントは、緩和の時間軸の鮮明化。前回の6月の声明と比べれば明らかです。6月の声明の当該部分は以下の通りだった。

The Committee perceives that the upside and downside risks to the attainment of sustainable growth for the next few quarters are roughly equal. In contrast, the probability, though minor, of an unwelcome substantial fall in inflation exceeds that of a pickup in inflation from its already low level. On balance, the Committee believes that the latter concern is likely to predominate **for the foreseeable future**.

つまり、「for the foreseeable future」(6月声明)と、「for a considerable period」(8月声明)の違いです。considerableの方が明らかに長い時間を特定している。

これを受けた米債券市場の反応は、つまり停電が起きる前の市場の反応は「短期が急騰、長期は軟調」という形でのスティーピング化でした。つまり、短期金利は「policy accommodation can be maintained for a considerable period」という時間軸から見たより強い形での緩和継続姿勢に素直に反応して低下した。長期金利は「景気は回復基調」との見方を変えずにさらに上昇した。

このスティーピング化は、その後出た強い米経済指標によって短期が上昇したことから若干緩和されたが、それは「ベア・フラットニング化」であって、FRBが望む方向ではないことは明確である。FRBが望んだのは「ブル・フラットニング化」だからだ。先週の金曜日午後二時に終わった週末の米金利体系を見ると、2年債が1.81%、5年債が3.39%、10年債が4.53%、30年債は5.39%。

FOMCの「時間軸決意」は、先週の段階では債券市場で評価されなかった。一つの原因は、この間に発表された鉱工業生産(0.5%アップ)、自動車生産などが強かったからだ。また物価指標もFRBの「歓迎せざる物価の下落」をむしろ杞憂とするような形で出てきている。7月の同物価は前月と同様の0.2%の上昇となった。

しかし、FRBの期待を裏切るようなこの金利の上昇は、アメリカ経済の成長力を徐々に奪う可能性がある。金利の上昇は消費にそもそも打撃だし、アメリカの場合は今までの金利低下局面の中で消費者が住宅ローンの借り換えを起し、それがキャッシュを生んで、それが消費を支えた...という構造を変えてしまう可能性がある。

ポイントは、今までの消費主導の経済が企業の設備投資主導に切り替えられるかどうかだ。消費はアメリカ経済の69%を占め主役の座を降りることはないが、金利上昇、住宅ローンの借り換え減少、そして不安定な雇用情勢などから見て、引き続き機関車を期待するのは酷である。政府支出はめいっばいで、期待は企業の設備投資が代替ではなく真に雇用や生産を増やす方向に増えるかどうかだ。

米企業のこれまでの設備投資は、もっぱら生産性を上げることが狙いとなっていた。同じ生産量ながら、生産性を上げることが狙いとした設備投資だった。事実、生産性統計はエコノミストが驚くほど上がっている。しかし、これだと労働者の数は減らされ、消費者でもある消費者の所得の増加に繋がらない。つながらなければ、いずれ消費が落ちてしまう。だから、生産、雇用者が増える設備投資にバトンタッチが出来るかがポイントになる。この点については、今のところエコノミストの見方は強気に傾いているが、この点については、今後出てくる数字を見る必要があるでしょう。

### 《 Snow is coming to Asia 》

先週の市場で目立ったのは世界的な株高、特に日本の株式市場の堅調である。お盆休みで商いは薄くなるだろうとの予想に反して、大商いの中強基調で推移し、ザラ場で一時1万円の大台を回復した。ザラ場での日経平均1万円は7月上旬以来。出来高が平年のこの時期に比べると3倍くらい多かったのが特徴で、14億株に達した日もあった。これは市

場におけるエネルギーの強さの象徴である。香港など、他のアジア株式市場、ヨーロッパの株式市場も堅調だった。日本の市場には明らかに、どこからでも参加できる“ネットの威力”が顕現化し始めている。

FOMCの「時間軸」表明は、アメリカの債券市場では予期した反応を生まなかったが、これは考えてみれば景気が強く推移し、デフレ懸念も後退するという前兆とも受け止めることが可能だ。株式市場には都合の良い環境だ。加えて、SARSは収まり、イラクの戦争も大規模戦闘は終結した。加えて世界的に金利は低く、欧州などの金利は一段と低下する可能性が高い。企業業績も上向いている。

株式市場がしっかりになる条件は整っていると言える。加えて、日本経済について言えば、長く低迷したあとようやく、「どん底から上向き」に転じつつある兆候が見える。諸指標を見てもそうだし企業家やビジネスマンの心理を見てもそうだ。経済に対する大きな心理の振れは、しばしば10年程度のサイクルで転換するものだ。

日本について言えば、国内生産への脅威としか映らなかった中国が輸出市場としても大きく拡大してきて交易条件が改善してきたことなども影響として大きい。東京に比べて日本の地方はかなり景況が悪いと言われる。しかし、この週末に行った長野県の諏訪では、住んでいる人々の印象としても景況は上向き、とのことだった。あるタクシーの運転手は、「主に企業や、それに多少役所の人達もチケットを使うようになったし、2～3年前に比べれば大分前向きになってきました……」と。プリンターや精密工業など諏訪は大きなIT工業集積地域ですが、徐々に動いてきたと言うことでしょう。日本の景気は明らかに上向きにある。

今週の為替市場の視点で一番重要なのは、この秋に決まったスノー財務長官のアジア歴訪がどういう性格のものになるかだ。スノー同長官が日本、中国を訪問するのは、今年2月の就任後初。これは、米テレビとのインタビューで「9月はじめにかけて、日本と中国を訪問する」と述べたことから判明した。日程は公式に発表されていないが、9月4、5日にタイ・プーケットで開かれるアジア太平洋経済協力会議（APEC）財務相会議出席に合わせ、8月末から日中を訪れる見通しである。

スノー長官はテレビで、「米国の対中貿易赤字の急増問題や中国の通貨政策など幅広い議論を行う」と、具体的には人民元の切り上げ問題についても話し合う方針を示している。このニュースでも繰り返し取り上げているが、人民元を米ドル相場に事実上ベッグした中国の通貨政策に対しては、安価な輸入品の攻勢に苦しむ米産業界から「不公正な輸出補助金だ」などと不満が強まっている。同長官はかねてから、「中国が柔軟な為替制度に移行することを支持する」と発言してきた。来年に次期大統領選挙を控え、また国内産業の圧力を受けて、直接的に中国側に為替制度見直しを求める意向とみられる。

しかし中国がその通り動くかどうかは分からないし、中国の人民元実質切り上げが具体性を帯びれば帯びるほど、その余震は円にまで波及する可能性がある。この問題は、16

94号(7月28日号)で取り上げた。先進国通貨への余震として予想されるのは、円高・ドル安である。アメリカは、対北朝鮮政策で中国の力を借りている。

糸口が見えない米朝関係打開で動いたのは中国であり、アメリカはそれに謝意を表している。そうした中で、為替における「ダブル・スタンダード」、つまり同じように対米黒字を出している日本と中国なのに、日本には切り上げを求めずに中国には求めるという姿勢をそのまま押し通すことは難しい。そこには、何らかの論理が必要だが、今のところスノー財務長官、ホワイトハウスがどう考えているのかは分からない。この点がスノー長官のアジア歴訪でどう示されるかが興味深い。

今週の主な予定は以下の通りです。お盆休み明けで、日本では指標の発表が少ない。アメリカかも比較的軽いスケジュールだ。

|          |  |
|----------|--|
| 8月19日(火) | 米7月住宅着工件数<br>米7月北米半導体製造装置受注BBレシオ                   |
| 8月20日(水) | 7月財政収支   |
| 8月21日(木) | ECB理事会<br>米7月コンファレンスボード景気先行指標指数<br>米8月フィラデルフィア連銀指数 |
| 8月22日(金) | 6月第三次産業活動指数  |

### 《 have a nice week 》

原料はどこでどうやって調達しているのだろう...と思うほど、よく雨が降りました。あれだけ降れば、雲もきれいなものなのに。こんな夏は珍しい。週末も土曜日の昼から諏訪に出かけた程度で、あの雨ではどこにも行く気がしない。行く気がしないと、つい家にいて大リーグの試合を見てしまう、という毎日でした。

見れば見るほど、大リーグ中継が大規模に始まる前の日本における「大リーグ賞賛報道」が行き過ぎであったことが鮮明になる。そりゃ大リーグのチーム数が増えて昔ではメジャーに上れないような選手がプレーしていると言うこともあるかもしれない。しかし、日本とアメリカの野球は接近しているし、もっと言うと、目を疑いたくなるようなボンプレー、だらしないプレーを大リーガー達もしていると言うことが鮮明に分かる、ということです。

例えば、「頭を使って野球をしているか」という点から見ると、他のどの大リーガーよりもイチローが頭を使っているし、その使った頭を成果につなげる技と力を持っているように見える。彼の頭は明らかにスマートです。だから、大リーグの監督、選手連中からもオールスターで最も票を集める。

実力のある選手を集めていると言われるヤンキースにも、「これが大リーガーか」と首をかしげたくなる選手もいる。いや、誰とは言いませんが。そうした中で、松井が「今年こ

れまでのチームでは MVP」とドン・ジマー（トーリの隣にいる太ったおじいちゃん）に言わせるまでになっているのは凄いと思う。まあこの週末の調子はイマイチでしたが。それに関しては、私の「松井応援サイト」(<http://www.ycaster.com/chat/matsui.html>)に書いてありますから、それをお読みください。

おっと、先週実は会社の仲間を中心に「松井選手を心から応援する会」の第一回会合を開きました。といっても食事会を開いただけですが。しかしそこで「今シーズン松井は何本の HR を打つか」というベットをしたのです。一番多いのは32本という、どうみても愛が過ぎているのかな、という予想。多かったのは、23、25、27くらい。私は控え目に23本を予想しました。適度な愛だと思いませんか。第二回は彼の HR 数が確定しそうなときにやろうと思っています。

それではみなさん。今週もよろしゅう。

*《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》*