

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1711号 2003年12月01日(月)

《 dollar vulnerability 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. ドルの脆弱性が一段と顕著になった。先週はアメリカ経済に関して強い指標が出続けた一週間だったが、その間にもドルは主にユーロと高金利通貨に対して史上最安値（対ユーロ）やここ数年来の安値に落ち込んだ。アメリカの対外赤字に見合う同国の資金調達力を巡る不安や、地政学的リスク故に現在の市場で見られる「ドルの脆弱性」は今後も残るだろう
2. こうした中で顕著になったのは、ドルに代替する通貨としての円に対する「ユーロの優位性確立」である。円もかつてはドルに代替する通貨としての魅力を持っていた。しかし、今や世界中の投資家がドル有事の際の代替保有通貨として「ユーロ」を選好しつつあり、それが大きな流れとなってきている。欧州サイドの不満にもかかわらず、この傾向は強まる可能性がある
3. 短期的に魅力を発揮しているのは、高金利通貨だ。このニュースでも取り上げたが、インフレ時代の「高金利通貨」は時に急落するという脆弱性を抱えていたが、「デフレ時代の高金利通貨」にはむしろ魅力がある。デフレにならない健全な経済を持っているとも受け取れるし、世界的な低金利の中での高利回りという魅力もある。先週の高金利通貨高（特に円に対する）はそうした状況を反映している
4. 足利銀行が「りそな」とは異なる破綻処理となったことは、その経営実態が破綻を避け得ないほど、覆い隠せないほど悪化していたことの反映だろう。日本経済でのモラルハザードの蔓延を防ぐというポジティブ効果もある。しかし株主責任を厳しく問う処理方法となったことで、株式市場では再び「リスク意識」が高まり、これが一部の銘柄の株価を押し下げよう。一方、そうした懸念のない株への影響は一時的で、株式市場では二極化が進行する事態となろう
5. 消費者物価が5年半ぶりにプラスに転じたことは、特殊要因が多いとは言え、日本の物価の下げ余地が徐々に狭まってきていることを示している。技術革新が引き続きモノの値段を下げており、こうした状況は続きそうだが、一方で一次産品などにはトレンド的に相場水準が持ち上がっているものが多い。デフレはゆっくり解消に向かっていると考えるのが普通であり、債券相場は「足利ショック」で上値を試し

たあとは、下値模索に転じると考える

ユーロの1ユーロ = 1.2ドル台乗せは、この週末の日本の新聞でも大きく報じられた。「ユーロの導入以来の史上最高値」というのが見出しだった。1.1668ドル(その時のユーロ・円は132円80銭)で1999年に導入されたユーロは、その後一貫して下がって2000年の秋には0.82ドル(同88円93銭)まで落ちていた。その当時、「2.00ドル」を想像した人は少なかっただろう。

特徴的なのは、この最近になっての「1.2ドル達成」が明確なドル売り材料・ユーロ買い材料続出の中で実現したのではない、という点である。むしろ、表層面から見るとアメリカ経済にとっては良い材料が続出する中で、そしてユーロには財政規律を巡る確執など内部対立が顕著であって、ユーロにとって不都合な材料が多い時期に進行した。その点が重要である。

アメリカ経済にとって最近の強材料とは、GDP統計(第三・四半期は8.2%成長)や鉱工業生産統計に見られる生産面の強さ、ベージュ・ブックや各種景気信頼感指数に見られる企業や消費者の景気信頼感の上昇、週間失業保険申請者数の減少に見られる雇用環境改善の兆し、大幅な伸びになっている企業収益など。言ってみれば申し分のない状況なのである。対して欧州では、景況は日本やアメリカよりも悪く、域内主要国である独仏の財政赤字を巡る問題で内部対立まで生じている。にもかかわらずのユーロの対ドル史上最高値更新である。

《 underlying forces to lower dollar 》

短期的な材料がその方向を指し示していないのにユーロがドルに対して上昇しているということは、もっと他のところの力が働いていると考えるのが自然だ。それは、一つには「ドルに代わる基軸通貨としてのユーロへの認識の高まり」にある、と言えよう。かつてドルに代替する能力(外貨準備の中に地位を占めうる、価値の貯蔵庫としての地位などなどから)を持つ通貨としては、マルクと円が代表格だった。あとの通貨は、流動性という点で著しく劣っていた。

今では流動性という点や母体の経済規模からすると、ドルに代わりうる通貨はユーロと円だ。しかし、外国為替市場の動きを見ると、円は「ドルに代替しうる価値の貯蔵庫」としての地位を徐々に、しかし明確にユーロに譲りつつあるように思える。一つには、日本政府がそれを拒んでいることだ。円が上昇しようとするれば日本の通貨当局は巨額の介入(今年だけで17兆円)を繰り返す。その結果、外国為替市場が求めうる「ドルの代替としての通貨」としての円は影が薄くなり、ユーロだけになりつつある。

ユーロのサイドからすると、「有り難迷惑」だろう。そういう雰囲気は既にユーロ圏の政治家の口から出てきている。欧州経済を支えてきたのは2000年秋までのユーロ安の側面があったから、そのユーロが史上最高値(対ドル)になり、かつ対円でも上昇し始めた

のでは、欧州の景気の腰は折られかねない。問題は、ではなぜドルが脆弱なのか、という点だ。

それは、アメリカ経済が抱える構造問題だと考えられる。その代表が合わせて一兆ドル、GDPの10%に達しようとしている双子の赤字(財政と対外)である。この二つの赤字は、今現在のアメリカ経済の強さにもかかわらず、世界中の投資家にとって不安の種となっている。かつアメリカはイラク問題で欧大陸主要諸国と対立関係にあり、貿易関係では対米関係の改善を進めることに熱心な中国と対立しつつある。つまり、今のアメリカには「孤立」の臭いが付きまとう。中国は、日本に次いで外貨準備の多い国である。

図式はこうだ。年間5000億ドルにも上る対外収支赤字を埋め合わせるためには、アメリカは毎月450億ドルを上回る資金の取り入れを海外から行わなければならない。ところがその資本の流入が細っている。直近の統計だと月間の資本流入額は42億ドルだった。だとすると、資本の流入が増やすためには、ドルが下落して投資家が「これなら」と言える水準まで下がらないと資本は入らない。ドル下落予想が強いのだ。その場合に投資家が代わりに買える通貨としては「ユーロしかない」ということになる。中東の投資家にとっては、こうした事情が強いと思慮される。

しかし、ユーロだけを投資先を選ぶのでは心許ないとばかりに買われているのが、ポンド、オーストラリア・ドル、カナダ・ドル、ニュージーランド・ドルなどいわゆる高金利通貨である。しかし、これらの通貨の高金利ぶりは、80年代の不健全さとはかなり違う。全部一桁の金利水準である。80年代のこれら諸通貨の金利水準はしばしば二桁で、その高さを見ただけで経済の不健全さを感じさせた。しかし、今はかつての経済健全国の金利水準であっても、「高金利通貨」になる。

先週末のポンド相場は、1.7214ドルで、これはポンドの対ドルでの5年ぶりの高値。その他の高金利通貨も、軒並み高い。こうした高金利通貨高は、ユーロ高・ドル安とともに、ここ当面の外国為替市場の大きなトレンドとなるだろう。今の高金利通貨は、「このデフレの時代に、デフレにもならず頑張っている通貨」と見ることも可能だ。週末に海外の新聞を読んでいたら、以下のような文章を見つけた。

「There was no specific catalyst for the strong euro buying and broader dollar selling, but dealers said a report in USA Today on threats of another al Qaeda "spectacular" attack and a report in The Independent newspaper in the United Kingdom that mega investors George Soros and Warren Buffett are bearish on the dollar gave added impetus to a market clearly in the mood to drive the currency lower.」

ドル安の材料として、アルカイダのテロ、ソロス、バフェットと理由は並べているが、

しかし投資家がお金をドルからユーロの動かしている理由は既に指摘したとおり、もっと本質的な背景だと思う。ということは、この週末にアメリカで警告されたアルカイダのテロがなかったりしたらドルの反発といった事態もあるかもしれなが、それは一時的であり、アメリカに対して恒常的に資本が入る状況が戻らない限り、ドルの本格的な反騰は難しいということだろう。

こうした中で、円は対ユーロ、対高金利通貨での弱さが目立った。円は特殊な通貨で当局の介入があって「対ドルで107円の半ば以上には行けない」という図式があり、対ドルでの円の値更新には歯止めがかかっている。対してユーロ高は歯止めがないから、ドル安基調の中では、経済実態に関係なく対円でのユーロ高、ポンド高、その他高金利通貨高になる、という構図になっている。先週はまさにその展開だった。

こうした通貨の動きが不自然であることは間違いない。なぜなら、「People are turning their back on the U.S. dollar, so we've got no choice but to go long of euros」という状況だからだ。今の状況では、円に目を向けようがない。筆者は、107円の半ばに日本の通貨当局が拘泥するのは賢明ではない、と考える。欧州の目も厳しくなるだろうし、市場で「中国以上に外為相場を操作している国」との評価が市場で定着してしまうだろう。引き続き筆者は、対ドルでは円に対して上昇圧力がかかる、と見る。但し高金利通貨、ユーロに対する円の動きは、しばしば円不利な展開も予想される。

《 mart will be risk-conscious 》

足利銀行の経営問題は以前からよく知られていたし、最近でも米ウォール・ストリート・ジャーナルなどが報道して、株式市場の注目の的だった。ポイントは、その処理が「りそな型」、つまり株主責任を問わない方式になるのか、それとも「破綻・一時国有化」処理、つまり株主責任を問う方になるのか、だった。

金融庁が選んだ処理方法は、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行と同じ破綻処理。先週末の株式市場では、「破綻処理」への連想も出てきてはいたものの、「りそな型」への期待の残った引け味だった。この結果、週明けの株式市場では「投資リスク」が再び強く意識された株価の動きとなろう。つまり、銀行株の中でも足利銀行に経営実態が近いと思われる銀行の株価には、下方圧力が強くかかることになるだろう。これは、銀行業界に限らず、銀行との関係において不安な経営状態にある企業にも言える。

一方で、そうしたリスクのない企業の株価には、事態の沈静化とともに買いが集まると予想できるので、株式市場の「二極化」が進展することになるだろう。筆者は、短期的に日本の株式市場にはかなり下方圧力がかかるが、長期的な影響はそれほど大きくないと考える。これは、日本の景気には中央（東京などの主要都市）中心とはいえ徐々に回復圧力がかかってきていて、企業の収益環境も改善していること、世界景気全体としても回復のペースを速めていること、などを背景とするもの。

先週の市場でもう一つ注目されたのは、10月の全国の消費者物価指数（00年=100）が、物価変動の影響が大きい生鮮食品を除く指数で98.3となり、前年同月比で0.1%の上昇となったこと。見方によっては、「日本型デフレの終わりの始まり」を示しているように見える。前年水準を上回るのは、98年4月以来5年6カ月ぶり。前月比では0.1%の上昇だった。

しかしこの上昇は、1)医療費の自己負担増（前年同月比で7.8%アップ） 2)たばこ増税の影響（同8.2%アップ） 3)コメ不作による米価上昇（同11.9%のアップ）などを背景としている。つまり、特殊要因が多いということだ。こうした特殊要因を除くと、価格が基調的にプラスに転じているのは、高級輸入品やサービス価格の一部にとどまっている。従って、今回の物価上昇が今後も続き、デフレ脱却の足がかりになるかどうかは微妙なところだ。

加えて、パソコンなどの教養娯楽用耐久財（13.3%減） エアコンなどの家庭用耐久財（8.0%減） カーペットなど室内装備品（4.1%減）など、技術革新や輸入価格の関係もあって価格下落幅が大きい。パソコンは性能が向上すると、その分価格が下がったとみなされるため下落幅は大きくなる傾向がある。さらに、衣料（2.2%減）なども、中国からの輸入増が国内物価を下げる構造が続いているため、依然として下げ基調だ。

しかし筆者は、日本のデフレ圧力は製品分野で徐々に弱まっていると考える。中国の強い需要で各種の製品価格は上昇基調にあるし、運賃なども上昇している。中東情勢を見ても原油相場が大きく下げる状況にはない。金相場は上げ基調にある。少なくとも今までのようなデフレの深刻化はない状況になりつつある、と見たい。ということは、債券相場の上げ余地は小さいし、今後はむしろ供給過剰問題もあって債券相場は下値模索の可能性が高い、ということだ。

今週の主な予定は以下の通りです。

12月1日（月）	11月新車販売 米11月ISM景況指数（製造業） 米10月建設支出
12月2日（火）	11月マネタリーベース 日銀営業毎旬報告 米11月自動車販売台数
12月3日（水）	米11月ISM景況指数（非製造業） 米3Q労働生産性（改定）
12月4日（木）	7-9月法人企業統計 ECB理事会 OPEC臨時総会 NATO外相理事会（～5日）

12月5日(金)

10月景気動向指数(速報)

10月家計調査(全世帯分)

経済財政諮問会議

米11月雇用統計

米10月製造業受注

《 have a nice week 》

ニュースの多い週末でしたね。足利銀行に始まり、イラクでの日本人外交官殺害。週明けのマーケットも波乱含みでしょう。月も2003年の最後のヶ月に入ります。

ところで、日曜日には久しぶりにコンサートに行きました。ちょっと渋いロック・コンサート。何かというと、エリック・クラプトンの日本ツアー。土曜日から6回武道館でやるらしいのですが、初回と言うこともあってあの大きな会場が全館満員でした。「最初から立つのはきついな」と思って行ったのですが、全館起立になったのは最後の4曲ぐらいでちょうど良かったと。まあ普通のロックではなく、聞き込む感じのコンサートですから。でも相変わらずギターはうまいし、歌も良かった。

音楽のシャワーは家でも浴びることが出来る。しかし、コンサート会場にはもう一つのシャワーがあるんですな。それは光、照明のシャワー。あれは良い。まあユーミンの光のページェントに比べれば抑え気味ですが、印象に残りました。最後は「over the rainbow」を歌っていました。いろいろな経験をした人ですから、思いもあったのでしょう。

それにしても日本語がうまい。「こんばんは...」の挨拶でコンサートが始まって、曲が終わると「どうも」ですからね。「どうも」は10数回言っていた。まあ数少ない日本語しか知らないのかもしれないが、それにしてもちょっと感心したコンサートでした。

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》