

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1724号 2004年03月08日(月)

《 overpricing? 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 先週の日米の株価動向は、二つの国の間にある景況感の差を良く表している。株価が強含みながら基本横ばいを続けたアメリカ経済は、ページブックに示された通り基本的には良いのだが雇用などに強い懸念材料が残り、それが株価の方向模索の展開に繋がった。対して、日本経済の上げ潮（少なくとも認識の大きな改善）は東京株式市場の強さ（株価と出来高の上昇・高水準）に良く表れている
2. にもかかわらず円が先週一週間を通じて一貫して対ドルで下落したのは、欧米での関連記事などに指摘されているとおり、「もっぱら日本の通貨当局の介入」によるものである。なぜ日本の通貨当局が110円台でも介入を続けるのかについては分析する必要がある。いずれにせよ、グリーンスパンを初めとした国際的批判を覚悟したものである。よって、その持続性に関しては疑念が残る
3. 欧州に目を転じると、シュレーダーの国内的立場の弱体化から来たと思われる「ECBへの利下げ要求」は、当然ながら政治的圧力下での行動を嫌うECBに拒否された。先週半ばまでのドル相場の反騰は、米経済のアキレス腱である雇用の改善を予測・前提としたものであり、雇用統計が予想を下回った段階でドルが対ヨーロッパ通貨で急落したのは自然である。ドルは依然として脆弱性の強い通貨だと予測できる
4. ここに来ての米金利はむしろ低下気味である。特に長期金利にその傾向が顕著だ。しかしグリーンスパンのスタンス（例外と異常を嫌い、経済情勢との整合性ある政策金利水準を望む）を見る限り、米政策金利の引き上げは市場が予想している以上に早い時期に実現しそうで、市場の金利観は雇用情勢にその見方を依存させ過ぎている。ウォーレン・バフェットではないが、今のアメリカの債券相場はオーバープライスだと考える

何よりもアメリカ経済関連ニュースで先週の債券・外為市場にとってショックだったのは、週末の雇用統計だろう。非農業部門の就業者数の伸びに関して12万5000人というのが市場のコンセンサスだったところに、実際に出た数字は「2万1000人の増加」。

予想外のわずかな増加にとどまった。

米労働市場の改善に対する期待を膨らませていた市場には、強烈なブローだった。それまでの市場は「雇用情勢の劇的な改善」を前提にプライシングを進めてきたからだ。外国為替市場では円を除く主要通貨に対してドルが急落し、債券市場では債券相場が急騰した。分裂症的な反応を見せたのは株式市場で、「金利の引き上げの先延ばしが鮮明になった」との読みは株価上げ材料だが、米雇用環境の改善の遅れは経済全体への楽観論の低下、という形で弱材料となって、結局動けず。

実際のところ、それ以前に出た各種の指標数字で見ると、アメリカの非農業部門の就業者数はもっと伸びていて良かったはずだった。しかしそうはならなかったのはスポット的背景と中・長期的背景を並列させれば、

- A) 条件的に見て、天候が不順だったことから、建設労働者職場が奪われて、同部門で2万4000人の雇用減少があった
- B) 基礎的経済環境から見ても、生産性の伸びが続く中で経営者サイドが引き続き雇用増加に慎重になっている
- C) 海外への雇用の流出が続いている

などの要因が指摘できる。C)については、アメリカで米雇用を守るための法案がいくつも出てきていることが日本の朝刊にも紹介されている。今年の米大統領選挙における争点の一つになるだろう。

今年の米経済の成長率が4%を上回って5%に達する可能性があるなかでのこの雇用の伸びの低さは、早速ケリー・ブッシュの論争の的になったことでも分かるのとおり、今年の米大統領選挙における最大の争点の一つとなる。ケリー候補はどちらかと言うと、民主党を基盤としているだけに労働問題では保護主義的な言動が多い。

いずれにせよ、2001年以来失われた230万人分とも言われるアメリカ人の職場を取り戻しながら、労働市場への新規参入者に十分な職場を提供する為には、月間ほぼ20万人の就業者増加がないといけない、と言われる。確かに2万1000人では足りない。現状ではそのペースは中期的な移動平均で月間6万700人にとどまっている、と言われる。米2月の雇用統計は、改めてアメリカ経済のアキレス腱が「雇用」にあることを鮮明にした。

アキレス腱の存在故に、「米金利の上げは当面ない」と読んだのは、米債券市場だ。10年債の利回りは4%を大きく下回る3.83%（引けベース）まで低下した。その他の長期金利も一斉に低下。雇用の大幅増加に対する期待値が高かっただけに、裏切られたときの市場の反応は鋭かったと言える。この金利の低下によって、ドルも欧州通貨に対して大きく反落した。

《 might be a early rate rise 》

しかし筆者は、先週一週間におけるグリーンズパン FRB 議長の一連の発言を注意深く聞きながら、アメリカにおける米政策金利の引き上げは、市場が予想している以上に早い時期に実現しそうだ、と考えている。

その理由は、一つにはグリーンズパンが持つセントラル・バンカーとしての性癖にある。スタンスと言っても良い。それは、例外と異常な状態の継続を嫌い、経済情勢との整合性ある、自然な政策金利の水準を望む、という傾向である。グリーンズパン議長は、既に FF 金利で 1% という金利水準を「中立」ではないとの判断を下している。「for a considerable period」の文言を市場が予想する以上に素早く FOMC の声明文から落としたことでも分かるとおり、議長は行動するときには行動する。

実際には、米市場金利はむしろ低下気味である。特に長期金利にその傾向が顕著だ。先週の金曜日には 10 年債の利回りが一番低いところで 3.79% (瞬間ベース) まで低下した。市場には「一段の金利低下見通し」も強い。

しかしアメリカ国内からもこの一般的な見方に反対する意見があり、筆者もこの反対意見に賛成である。通説に反対意見を述べているのは伝説的相場師であり、今はバークシャー・ヘザーウェイの会長であるウォーレン・バフェット氏だ。その意見は同社のウェブサイト (<http://www.berkshirehathaway.com/>) に掲載されているが、同氏は要旨次のように述べているという。

- A) 現在のアメリカにおいては、株式、債券ともオーバーバリュ（過大評価されている）、つまり高すぎる
- B) 株式市場について言うと、当社が買いたいと思うような魅力的な価格水準の株が引き続き不足している
- C) 国内に有望な投資チャンスがないため、今後の当社のパフォーマンスは過去に見られたほどではなくなる
- D) ただし、株でも債券相場でも調整があって魅力的な相場水準になれば、当社の不稼働資金を直ちに稼働化させる
- E) The Great Bubble の時期において大規模に持っていた一部の保有株を売らなかったのは大きな間違いであり、反省している

彼の発言をなぜここに掲載したのかというと、今のニューヨークの株式市場を取り巻く雰囲気あまりにも良く出ていたからである。つまり、「経済はそれほど悪い訳ではない。しかし、上値は追えない」ということだろう。バフェット流に言えば、「over-pricing」だ。しかし、売り込むほどの材料があるわけではない。だから上げるでもなく、下げるでもなく強含み横ばいといった状況を続けている。このバフェット発言に、週明けのニューヨークの株式、債券市場がどう反応するのか、興味有るところだ。

対して、日本経済の方向性は明確だ。日経の日曜日朝刊一面のように、企業収益が伸び、企業の設備投資が伸び、そして徐々に消費者の消費行動にも明るさが目に見えてきている。その上向き加減をよく表しているのが株式市場だ。連日出来高が大きく膨らむ中での株価上昇。

スタート地点が低いだけに、経済の行方も、株価の行方もかなり鮮明に見える。景気予測家や株価予測家の意見が完全一致したこと（ドイツの武者さんまで強気になった）が嫌みで、であるがゆえに短期的な調整時期は早まるだろうが、長期的趨勢では間違いないだろう。短期的調整という意味では、SQ を控えて今週が一つのヤマ場かもしれない。

《 heavy intervention throughout the session 》

こうした日本の株式市場の好調と、外人投資家の積極的な対日投資の結果として外国為替市場で通常見込まれるのは円高である。ところが、先週の外国為替市場ではほぼ一貫して円がドルに対して軟化した。円は対欧州通貨でも安い。何故か。

週末のニューヨークの外為市況には円が対ドルで急落した背景として「heavy intervention throughout the session from Japanese monetary authorities」という表現が、ウォール・ストリート・ジャーナルには登場する。筆者には、日本の通貨当局が円が112円台に下落する局面でも介入を行ったかどうかの確認は出来ない。しかし、アメリカの代表的な経済紙にまでこう書かれるのだから、それほど日銀の介入は実際にあったし、目立ったということだろう。ということは「介入は行われた」ということだ。同紙には、

「Dealers estimated that the Japan's Ministry of Finance had intervened to the tune of \$10 billion or higher Friday and there was speculation that it had raised its bid up to ¥111.50.」（日本の財務省は金曜日に100億ドル、ないしそれ以上の規模で介入を行っていたとディーラーは推測している。財務省は111円50銭までビッドアップした、との推測もある）

という表現もある。100億ドルと言えば、1兆円を超える。今年初めから2月の末までに、日本の通貨当局は去年の異常な高水準での介入額20兆円の半分に当たる10兆円の規模に達した。ここまで来ると、日本の通貨当局の介入は「一段の円高阻止」「市場の急すぎる動きの調整」というレベルを超えて、明確な政策意図を持つものとも理解できる。その善し悪しは別として。その意図を公表していないので、実際とところ何を意図しているのか分からないが、何故に関しては、次のように幾つかのシナリオが描ける。

- 1) 介入の手をゆるめれば一挙に円高に行く危険性を認識しており、期末を控えて急激な円高を避けたいが故に、恐怖心から介入している

- 2) 実はアメリカとの間に介入資金のアメリカ市場への環流に関して暗黙の了解があり、米金利の上昇を阻止するために介入を行っている
- 3) 円相場のレベルを一定水準まで持って行こうとして、例えば1ドル=115円を目指して円の押し下げ、ドルの押し上げ介入を行っている

介入がここまで続くと疑いたくなるのは、3)だろう。しかし1)や2)も入っているのかもしれない。今後の介入レベルや頻度で、当局の介入意図を詮索せざるを得ない時期に来ていると言える。今週の当局の動きがアイデアをくれるかもしれない。

今週の主な予定は以下の通りです。

3月08日(月)	2月マネーサプライ 2月景気ウォッチャー調査 BIS定例中央銀行総裁会議
3月09日(火)	1月機械受注
3月10日(水)	10-12月GDP(2次速報) 2月企業物価指数 2月月次消費者態度指数 1月国際収支 米1月貿易収支 米1月卸売在庫
3月11日(木)	米2月小売売上高 米2月月次財政収支 グリーンспанFRB議長議会証言 米2月輸出入物価
3月12日(金)	1月鉱工業生産(改定)・設備稼働率 米2月生産者物価指数 4Q経常収支 米1月企業在庫 米3月ミシガン大学消費者信頼感指数 グリーンспанFRB議長講演

注目されるのは、日本のGDP統計に改定値、アメリカにおけるグリーンспан発言、日本の株式市場のSQなどです。

《 have a nice week 》

寒い週末でした。日曜日は法事で諏訪に午前中だけ行ったのですが、それはそれは寒か

った。まるで真冬より寒いくらいでした。太陽が徐々に明るくなり、光を増す中でのあの寒さなので、例えば屋内・列車の中から出るときなどに騙される。飛行機が飛べなかったり、この週末の日本の天候は不順でした。

ただし今年が非常に素晴らしいと思うのは、花粉の少なさです。「今年の花粉量はいつもの年の十分の一だ」と聞いたとき、決めたのです。「今年はならんぞ...」と。決めてどうなるものでもないのですが、とにかく決めたのです。病は気から、と言いますから気持ちを持って行った。そしたら、本当に全く今年は私の鼻が蠢かない。快調そのもの。このまま行ってくれれば良いのですが。皆さんはいかが。

この週末にはとっても良いアルバムに出会いました。またその中の一曲に惚れ込みもしました。「Live@Body & Soul」というのです。私がよく行く骨董通りの近くの「Body & Soul」での鈴木良雄さんのライブ版。その中の最後の「My dear friends」というのがとっても良い曲なのです。列車の中で聞いて気に入りました。それにしても、ipod はなかなか役立つ。

それでは、皆さんには良い一週間を。

《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》