

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1729号 2004年04月19日(月)

《 rising fear of interest rate hike 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 前回のレポート発行時と一番大きく変わったのは、アメリカの金利情勢に対する市場の認識である。筆者はずっとアメリカの金利引き上げは早いとの見方でしたが、市場はそうではなかった。年内の利上げはないかもしれない、という見方だった。この市場の見方は3月の雇用統計発表以降大きく変わった
2. 筆者は米利上げの環境は徐々に醸成されてきたもので、米経済の現状が市場の劇的な見方の変化ほどには大きく変わったとは思えないし、FRBが市場の利上げ観測を沈静化させる動きを示していることから分かる通り、金融当局としては「市場の認識の劇的変化」「変化の行き過ぎ」を懸念していると思う。しかし筆者は、夏頃にアメリカの金利が上昇するとの見方は変えていないし、長期金利の動きや短期金利の先物の動きもその方向を指し示していると思う
3. 米金利の上昇予想の中で、一番それを素直に相場に反映させたのはドルである。通貨は対円、対ユーロでも上昇した。しかし、イラクで抱えるアメリカの地政学的リスクや、米金利が上がるにしてもそれが米経済に与える打撃を考えれば一方的にドルを買えなかった、というのが先週までの動きだろう。今後もドルの不安定な動きは続くと思う。しかし基調は強くなる
4. ニューヨークの株式市場が受ける影響は複雑である。金利を上げられるほど米経済は強くなった、と考えれば株式市場にとっても状況は悪くない。しかし、資金の流れの先としての競争相手（利回りが上がった債券市場など）が出てくるとか、金利の上昇の中で打撃を受ける業界とそうでもない業界が色分けされる、という意味では複雑で、今の全体的に見たアメリカの株式市場の迷走はそうした事情を浮き彫りにしている
5. こうした混迷とそれが世界の市場の及ぼす影響は、今週を含めて今後も続くだろう。過去の例を見ても、低金利状態から利上げ局面への移行の際には、市場はしばしば大変動に見舞われる。一方、人質事件の全面解決は小泉政権に対する支持率を引き上げるのに貢献した。市場は日本の政治状況の複雑化への懸念を低下させよう。しかし、それが日本の株式市場を支える材料になるかどうかは不明だ

市場がどの程度アメリカの利上げを見ているかという点をチェックするなら、先週金曜日のフェドファンド先物の動きが参考になる。それによると、「8月までに利上げと見る向きが89%に達している」(ウォール・ストリート・ジャーナル)という見方になる。中には、「6月までに利上げ」と見る向きもあるようだ。

長期金利の動きを見ても、様相が一変しているのが分かる。先週金曜日の指標10年債の利回りは4.35%で、例えば一ヶ月前の3%台の後半から大きく上昇している。指標30年債の利回りも5.18%に上昇。業種的に見ても、例えば過去2週間に一番金利上昇観測で打撃を受けたのはREIT(不動産投資信託)で、平均して約11%の値下がり。しかしその中でも、金利上昇局面ではレント(賃貸)が増えると言うことで、レントビル中心のREITは下げがきつくなかった、というような動きが出ている。

《 dollar under upward pressure 》

一般的に、低金利状態から金利の引き上げが実際に動き出したときには、観測の強まりの時点、つまり現在よりも、実際に短期金利が上がった時点で劇的に金融情勢が変わる。90年代の前半の動きを見てもそれは明らかである。人々の一部がそれを予想していても、多くの市場参加者は警告を無視して行動しているし、実際に金利の上昇を見なければ行動しない人々が多い。今回も、実際に金利が動き始めたときの市場への影響は相当大きいと見ることが出来る。なにせ、低金利状態の継続が長かった。これは日本も同じ事が言える。

その中で何が起きるかと言えば、金利のベア・スティーピング化だろう。つまり短期も上がるが、長期はもっと上がる、という構造である。その結果は何かと言えば、例えば住宅市場への打撃、乗用車販売の低迷などである。後者について言えば、自動車メーカーがどの程度自動車ローンの金利を引き上げないでコストを引き受けるか、自動車販売を続けるのかにかかる。

一番分からないのは、ドルへの影響である。一般的に言えば、金利が高い通貨を金利の低い通貨に対して売るのは、コスト高である。今までドルを円に対して思う存分売れたのは、ドルを売って円を買っていてもコストが非常に小さかったからだ。アメリカの金利が低かったせいである。

しかし、今後アメリカの金利が上昇してくれば、ドル売りのコストは高くなる。思惑だけで、ドル安・円高に賭けるのは難しくなると言うことである。一方、金利が高くなる国がもっぱら高インフレ高故にそうなっているのではないなら、その国はある意味で健全であるとも言えるので、金利高にあわせて実体経済も買えると言うことになる。

筆者がずっと米金利が上がればドルは上げに転じる、という見方をとってきたのはこうした背景があるからで、そういう意味では先週からのドルの反発基調は米金利の上昇気配の中で生じており、予想の範囲内である。ドルには米金利の上昇が続く限り、基調的には上昇圧力がかかる、と見たい。

ただし、ドルが一直線に上がるかは難しい問題だ。恐らくそうはならないだろう。ドルの上昇を抑えている問題としては、一つはイラク情勢がある。死傷者が増加し、ファルージャやナジャフの情勢には改善が見えず、引くも出るも難しい今のブッシュ政権にとっては、イラクが非常に困難な状況であることは確かである。であるが故に、ブッシュ大統領も「国連主導」を受け入れた。ただし、では国連がどう動けるのか、6月以降のイラクの政権はどうなるのか、政情安定はあるのか、米軍はどうなるのか、など不安定要因が多い。さらに言えばブッシュの再選も決まっているわけではない。

こうした状況を考えるならば、ドルは米金利の上昇の中で強含みにはなるが、直ちに基調的に上がるような状況にはならないだろう、と見る事が出来る。

ドルの先行きに影響を与えそうな目先の動きを見るならば、この週末のG7がまず挙げられる。ただし、今回の会合はドルの行方を大きく左右するようなものにはならないだろう。今回のG7でもっとも大きなテーマになるのは、イラク情勢の悪化問題、それに関連した債権放棄などになると思われるからだ。

加えて、テロなどの地政学リスクが世界経済に与える影響を話し合い、金融・資本市場の安定に向けての協調を確認ことになるだろう。またテロリストへの資金流入を封じる対策の強化やイラクの債務削減、復興支援についても意見交換するものと見られる。

一方週末の読売新聞によれば、今回のG7では中国の通貨当局の代表を交えた非公式の次官級会合を開く方向で調整しているという。中国とG7各国の会合は昨年9月のドバイG7以降非公式で行っているもので、今回は事実上の固定相場制をとる人民元の切り上げ問題や、過熱する中国経済が世界経済に与える影響などについて意見交換するものと見られる。

今週の主な予定は以下の通りです。

4月19日(月)	米3月コンファレンスボード景気先行指標総合指数 米3月北米半導体製造装置BBレシオ
4月20日(火)	2月景気動向指数(改定値) グリーンспан議長が上院銀行委員会で証言 インド下院議会総選挙
4月21日(水)	経済財政諮問会議 米ページブック グリーンспан議長が講演
4月22日(木)	BSE問題で日米次官級協議(~23日) ECB理事会
4月23日(金)	2月第3次産業活動指数 米3月耐久財受注
4月24日(土)	G7(ワシントン)

I M F ・ 世銀合同会合 (~ 2 5 日、ワシントン)

《 **have a nice week** 》

週末はいかがでしたか。東京は二日とも晴れて、良い天気に加えて温かかった。両日とも外に出ましたが、Tシャツの人が圧倒的で、夏がすぐそこまで来ていると感じました。日本人の人質も次々に解放されてまずは良かったのですが、問題は残りました。

先週は中国の大連と瀋陽に行っていました。先週初めもこのレポートも用意していたのですが、人質事件の展開待ちをしていたら出発までに間に合わなくなってしまった。中国に関してはまた機会を見て文章を掲載しようと思っています。

大連は数年前に行ったことがあったのですが、今回はそこからさらに列車で4時間かけて瀋陽に行ったのですが、そこで初めて理解できたことも多い。中国は大きいのです。この週末は、北朝鮮の金正日総書記が瀋陽を通して北京に行ったようです。「怖くて飛行機に乗れない」とも言われる総書記は、今回も列車の旅のようです。

連休も近づいてきました。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》