

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1737号 2004年06月21日(月)

《 waiting for the next FOMC 》

全体に「待ち」の雰囲気市場に漂っている。何を待っているかという予定が確定しているところでは6月29/30日のFOMCだが、材料難の中でFOMCの接近を口実に積極的ポジショニングを見送っている印象が強い。その他に市場の念頭にあるのは、中国の金融政策変更の可能性などだろう。日々の変動はあるが、一週間を通じてみると多くの市場が小動きに終始したのが先週である。

そうした中で目立ったのは日本の債券相場の大幅な下落と、週末に見られたドルの下落だろう。債券市場については、筆者は昨年から「2004年の日本の債券市場は、少なくとも2回は痙攣する」と予測してきた。2003年を振り返ると、日本の債券市場の痙攣回数は一回だった。今年はデフレ環境の静かな終焉と、インフレ圧力の高まりの中で回数が増えるという予想だった。それが起きている、と考えている。決して予想外のことでない。いつかは来ると予想できた。

「痙攣」とは穏当でない単語かもしれないが、下げのきつさを「痙攣」と表現する筆者の気持ちは、市場関係者になら分かってもらえるだろう。市場は、相場の先行きを取り込もうと動くとき、決して平坦なルートを取らない。まずはそれを過剰に相場水準に取り込もうとする。今なら、

「いよいよ日本もデフレの時代を脱するのではないか」

「脱したら、日銀の超緩和政策も終わる」

「その時点での日本の金融政策はどうなっているのだろうか」

「アメリカや中国をはじめ、世界の金利水準はどこで落ち着くのか」

となる。それは不安に満ちたものだけに、市場全体が不安定になる。「日本は直ぐにはインフレにはならない。大丈夫だろう」と決めつけて債券を大量に保有していた向きは、評価損の増大におののく。日本の機関投資家は期間損益を義務付けられている上に、ロスカットルールも抱えている。相場は一体大きくその方向に行き始めると、「恐怖」を抱き、その恐怖がさらに相場を走らせる。これこそ私が言うところの「痙攣」である。市場は次に起こることを予想しているようで、予想し切れていない。多くの参加者の間には、「knowledge gap」や「意思決定の齟齬」がある。

「恐怖」や「痙攣」は人間など動物が持ち、起こすものだ。相場は最後には理が勝るケースが多いが、しばしば長期にわたって「心理」で動く。そこが相場の難しいところで、理路整然と相場を理解しようとするのは難しい。恐らく今年の痙攣は今回だけではないだろう。その度に相場は「売られ過ぎ」と「その修正」を繰り返す。指標30年債の利回りで2%に接近した今の相場下落は一旦落ち着いたあと、年内のもう一度の「痙攣」で2.5%をトライすることになると思っている。今年の残る期間にはいよいよ「(超緩和状態からの)出口論」が現実味を帯びることになるだろう。

《 widest such deficit on record 》

ドルの動きは債券ほど顕著ではない。週末に今年第一・四半期の米経常収支赤字が1449億ドルと前期(昨年第四・四半期)の1270億ドルを大幅に上回り、2003年の第一・四半期に記録した1382億ドルを上回る史上最高になった。このニュースを背景に、ドル・円が久しぶりに108円台の相場を示現。市況には「6週間ぶり」とある。つまり一ヶ月半ぶりの円高・ドル安ということになる。

一つ重要な数字は、この赤字を対GDPで見ると実に5.1%に達している、ということである。過去の貿易摩擦の歴史を辿ると、アメリカは赤字が対GDP比で3.5%を超えると、当時は一番対米で黒字を出していた日本と貿易摩擦を繰り返すのが普通だった。今は対米の貿易で一番黒字を出しているのは中国であるため、日本を対象にした摩擦は少ない。しかし、ある国がGDPの5%を上回るような赤字を出し続けることが好ましいとは言えない。

しかし今年の大統領選挙を見ると、景気が良いこともあって為替を巡る議論は今のところあまり聞かれない。産業界からクレームもあまり出ていない。不満はもっぱら中国に向いている。金融市場も、アメリカの金利が上昇する気配にあり、一般的にはドル高予想が強いこと、アメリカの株式市場が堅調を保っていることなどから、ドル安予想はあまり強くない。ユーロが持続的に上がる環境にないことも背景の一つだろう。

筆者は、長期的なドル安懸念は根強いものがあり残る、と考える。しかしそれが今一気に市場で噴出するかと言えば、今年の場合はそうは思わない。通貨の価値はあくまでも相対的な強さの中で決まる。今の環境は、円にもユーロにも弱点が多い。ドルばかりに弱点があるのではないし、ドルには例えば金利が明確に円金利、ユーロ金利よりも先行して上がる、というような環境がある。高い金利の通貨を売って持ち続けるのはかなり難しい。従って、今の相場環境の中で105円程度までの円高はあっても、市場が直ちに大きなドル安の波になることはないと思う。

先週筆者にとって気になったのは、日本の株式市場の動向にも影響を与えた韓国などアジアの株式市場の軟調でした。先週はたまたま韓国の旧知の経済記者の洪さんが日本に来ていて、一時間くらい情報交換しました。彼は日本経済に関して取材に来ていて、私はも

っぱら聞かれ役でしたが、私からも韓国経済に関していくつか聞きました。洪さんは、「大変ですよ」と。内需が弱いのだそうです。

なぜか。韓国では300万人（韓国の人口は4600万人）の消費者がカードローン返済困窮状態になっていて、景気の担い手になれていない。また日本の短観に相当する韓国の企業調査でも景況感は悪化しており、同国において企業の設備投資意欲と実際の設備投資は減っている。韓国の株式市場を見ても、肝心要のサムスン電子の株価がLCD市場の先行き懸念で急落。

ほんの数年前を思い出すと、アジア危機をIMF管理下で乗り切ったように見えた韓国は、構造改革で日本の先生であるかのような印象が強かったし、日本でそう解説する人も多かった。大胆なリストラ、財閥に対する政府主導の大なた。しかし、韓国経済は2000年代に入って力を失い、今は世界的な景気回復、中国という需要の海の存在にもかかわらず、呻吟している。

なぜか。スイスの経営コンサルタント会社であるIMDや、IMFなどがかつて指摘してきているのは、「労働市場」が抱える問題点です。過激な労働運動、そして今でも盧武鉉政権の中にある社会民主主義的な考え方。しかし一部には「外の世界の人は、韓国の労働問題に関心を払いすぎるし、韓国の抱えている問題を労働問題に帰しすぎる」と指摘する人もいる。

韓国に関してよく言われるのは、「1万ドルの壁」です。97年のアジア危機の時も、韓国の一人あたりGDPは1万ドルに接近したところで落ちた。今回もまたそのレベルで韓国経済は不振に直面している。日本のそれは3万6000ドルくらいです。はるかに高い。1万ドルを綺麗にクリアできるかが、韓国経済にとっての大きな課題なのです。しかし今の韓国経済の不振では、「素早くバーをクリアした」とはなかなか行きそうもない。「なぜなのか」が暫くの課題です。

《 most uncertain in 20 years 》

先週の新聞記事でちょっと気になったのは、17日のロンドン新聞「ファイナンシャル・タイムズ」の一面トップ。ちょっと変わっていた。事件でも発表でも何でもなくて、世界最大の債券ファンドであるPIMCOのファンド・マネージャー、ビル・グロス氏と同紙とのインタビューの内容なのです。その見出しが、「Outlook is the most uncertain in 20 years」となっている。

新聞には、有力な人で、昔のヘンリー・カウフマンのようにその人の言葉故に市場が動く、と書いてある。私はあまり知りませんでした。読んでいくと、特に珍しいことを言っているわけではない。「(世界経済は)債務過多だし地政学的なリスクもある、かついくつかのバブルもみられる。よって世界は極めて不安定な環境に置かれており、こうした状況はいつ何時危機に発展するかもしれない...」と。「いつ何時何かが起きる可能性は、今が過去20年、30年で一番高い」と。

同氏は世界的な「levered な国」(債務の多い国)として、日本とアメリカを挙げ、具体的には消費者債務、企業債務、国家債務を指摘して、「金利のほんの少しの動きが、増幅的なインパクトをもたらし、ボートをひっくり返す可能性がある」と指摘する。確かにそうなる可能性はいつでもある。さらにグロス氏は、商品市場とイギリスの住宅市場、それにアメリカの通貨であるドルに「バブル」が見られると指摘する。

前二者は比較的素直に頷けるとして、ドルのバブルとは何か。彼は「今のアメリカのドルは、日本と中国というよそ者によって支えられている。中国と日本はいつかスタンスを変える。今のドルは本来の価値から20%ほどアジア通貨に対して過大評価されている」と指摘する。グロス氏は、「世界が不安定になっているのはヘッジファンドのせいであるとして、その中身を見ればヘッジファンドは銀行と同じこと、つまり短期借りの長期運用を行っており、銀行が規制されているのなら、basically unregulated banks とも呼ぶべきヘッジファンドも規制されるべきである」と述べる。じゃ、債券ファンドとしてのPIMCOは何をしているのというと、アメリカからは資金を抜き、イギリスやドイツに資金を置いているのだと。リフレの先を行き、イギリスやドイツはインフレの打撃が小さい、と。

この記事を読んだ私は、「まあそういうこともあるかもな...」ということに加えて、「こういう慢心に警戒を示す見方があることはむしろ健全なことだ」と思いました。市場を見ている人間として言えることは、「慢心」こそ危険で、市場の崩壊的変動をもたらしかねない。油断大敵なのです。グロス氏の言っていることは当たっている面も確かにある。しかしだからといって、世界経済がそのまま大崩れするような危機が直ぐに来るかということ、そういう気もしない。全体的に言えることとしては、グロス氏が提示したような警戒感がある方が健全なのです。

今週の主な予定は以下の通りです。

6月21日(月)	福井日銀総裁、出張(～22日、新潟・松本)
6月23日(水)	日韓FTA交渉(～25日、都内) 川口外相、ロシア訪問 第3回6カ国協議(～26日、北京)
6月24日(木)	4月第3次産業活動指数 5月企業向けサービス価格指数 参院選公示 米5月耐久財受注 米5月新築住宅販売
6月25日(金)	6月都区部・5月全国消費者物価 日銀金融政策決定会合 米第1四半期GDP(確報) 米第1四半期個人消費(確報)

米6月ミシガン大学消費者信頼感指数(改定)
米5月中古住宅販売
ブッシュ大統領、アイルランド・トルコ訪問
(~29日)
中国版ナスダック取引開始(深セン証券取引
所)
米・EU首脳会議(アイルランド)

6月26日(土)

《 have a nice week 》

台風が来ていることもあって晴れてはいるが湿っぽい風が強い週末でした。松井と野茂の対決、丸山の全米オープンなどスポーツ満載で結構楽しかった。松井・野茂の戦いは、公式戦ではまだかつてないことだし、ヤンキースとドジャースの戦いも23年ぶりというところで、興味があって朝早起きしてしまったので、ずっと見ていました。

心情的には連敗にもかかわらず懸命に頑張っている野茂を応援していたのですが、勝負としては松井の勝ちという結果。なにせ第一打席で12号3ランですから。試合もヤンキースの勝ち。でもかわいそうですね、野茂が。松井のホームランはある意味では凄いが、ある意味では非常に松井にとってラッキーなホームラン。野茂にとってはきつい。

引けて砕けた腰、しかしバットだけは頭がしっかり回って、そのバットにうまく球が乗った。そして飛び込んだのがライトのポール際の一番短い飛距離で入る場所。しかも、空中にある時に、外野ポール際のファンがもぎ取った。まあHRなんですが、実にきわどい。野茂にしたら、「なんで」と思ったような当たり。

松井はあの当たり以外は野茂からの良い当たりはなかったもので、野茂は試合を通じては勝っていたようにも見える。6月の松井はどうも見ていておかしい。何か体が重いように見える。野茂も重そうですが。面白いのは、その体の重そうな二人が試合で出た二本のホームランを打ったこと。

それにしても、米議会独立調査委員会が木曜日に発表した報告書は読んでいた興味深いものでした。9.11テロの凄まじい影響(テロリストにとっての効率性)や、それに携わったアルカイダ内部の人の動きを見事に浮かび上がらせている。「Initial Qaeda plan called for 10-jet attack on 2 coasts」(IHT)などの一連の新聞報道は、まるで小説を読むように興味深いものでした。

一読して分かることは、アルカイダという組織が本当に柔構造だ、ということだ。首領とされるビンラディンの言うことも簡単に覆される、テロの実行犯となって死亡したメンバーを含めて実に自由に意見を出し合って実行計画が決められていくのである。

報告書などによれば、2001年9月11日に実行された同時多発テロは、オサマ・ビンラディンの計画ではもっと早い同年5月とか6月に予定されていた。それが11月に延

期されたのは、攻撃目標に当初入っていた米議会が開催中の方が良いというメンバーの意見で、半年ほど延期されたからである。当初ターゲットには米議会の他に、CIA、FBIなども入っていた。実際に攻撃されたのはワールド・トレード・センターや国防総省だったが、アルカイダは当初は遙かに広い攻撃目標を持っていた。米西海岸のビル、シンガポール、韓国、日本の米関連施設（大使館など）も入っていた。攻撃の広域性、世界に与えるショックの大きさを狙ったからである。しかしアジアでの計画は、ビンラーディンの「世界同時は難しい」という判断で実施されなかった、など。

それにしても、9・11のテロは「たった40～50万ドルのコストで、アメリカなどに与えた経済的損失は950億ドル」とある。確かに損失は大きかった。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》