

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1777号 2005年05月09日(月)

《 confusing picture for U.S. economy 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。連休中の出来事を振り返りながら、今後を展望します。

1. アメリカの経済情勢判断については、難しい局面が続いている。景気が明確な方向性を示せない状況が続くのもそれはそれで日米など成熟経済における景況の形の一つとも言えるが、FOMCが景気の近過去に関して「鈍化」を認めた直後に、予想を上回る強さの雇用統計が発表され、かつ過去二ヶ月の雇用状況に関しても上向き改訂された。この結果、景況感の強含みへの振れが見られた
2. こうした状況やFOMCの声明文の一貫性から考えると、6月の次回委員会でも利上げは実施される見通しである。ただしその後に関しては、先物の動きなどを見ても市場は雇用統計だけでそれほど利上げを確信しているわけではない。引き続き「インフレ懸念がある中での景気鈍化の程度」に関して市場の関心が集まろう。この点では、今週の小売売上高などの統計が注目される。筆者の見方は、米経済の基調は「引き続き底堅い動き」というものだ
3. 連休中に大きく動いたのがドル相場で、まず大きく下落した後、雇用統計発表後は対円でも対ユーロでもドルは上げた。その上げ幅ははるかに対円で大きかった。その前のドルの、主に円に対する下げはアメリカで政府、議会ともに大きく元切り上げに大きく動いているため。一説には、「この週末にも中国は切り上げ」(人民元制度の変更)という観測もあった。しかしあくまで中国の国内事情だけから考えると、切り上げにつながる通貨制度変更は中国にとってかなり大仕事である
4. ドルは対円で暫く緊張感を伴う強気相場が続いていただけに、人民元の制度改革観測もあって暫くは対円で弱い状況が続こう。円はこの1週間は連休で日本の投資家による高金利通貨買いの動きも止まっていたために、ドルばかりでなく各国通貨に対して総じて上昇した。問題は、こうした傾向が連休の後も続くかであるが、筆者は日本からの資本流出の動きは再開すると考える。よって、円相場には資本の動きが

ら言って連休明けとともに軟化圧力がかかろう

- 5 . 日本と同じような連休の中で、中国の諸都市は比較的静かだった。「5 . 4」を中心に反日デモの再燃懸念があったが、当局の締め付けもあってデモや騒擾は押さえつけられた。しかし、急成長をしながらも雇用を伸ばせないなど中国経済の内部矛盾・不均衡は著しく拡大している。中国は引き続き難しい局面での経済運営、政治運営が続こう。中国の国内情勢は緊張を続け、内政の一環としての中国外交の中での日中関係も緊張状態のまま推移すると考える

まず FOMC 開催連続八度の利上げを決めた FOMC の声明文を見、その後に週末に発表された米雇用統計を見る。いかにアメリカに関する景況が揺れているかが分かる。FOMC 声明はアメリカの景況に対する見方を前回とは変えて、以下のように述べている。

「The Committee believes that, even after this action, the stance of monetary policy remains accommodative and, coupled with robust underlying growth in productivity, is providing ongoing support to economic activity. Recent data suggest that the solid pace of spending growth has slowed somewhat, partly in response to the earlier increases in energy prices. Labor market conditions, however, apparently continue to improve gradually. Pressures on inflation have picked up in recent months and pricing power is more evident. Longer-term inflation expectations remain well contained.」

声明の第二パラだが、FRB のサイトに最初に載った声明文には、このパラの最後の「. Longer-term inflation expectations remain well contained」が抜けていて、「FRB は長期インフレ見通しに関する見方を変えたのか」との憶測を市場で生んだ。しかし、2 時間後になってそれを訂正。長く FRB を見ている筆者にとっても、「FOMC 声明における最初のミス」となった。その訂正文は、「(Note: Corrects previous release to add sentence in second paragraph, which was dropped inadvertently.)」というものだった。この声明文を前回の声明文と比べると、その違いは一目瞭然である。

「Output evidently continues to grow at a solid pace despite the rise in energy prices, and labor market conditions continue to improve gradually. Though longer-term inflation expectations remain well contained, pressures on inflation have picked up in recent months and pricing power is more evident. The rise in energy prices, however, has not notably fed through to core consumer prices.」

つまり前回は、「エネルギー価格の上昇にもかかわらず、生産活動は引き続きしっかりと足取りで伸びている」となっていた部分が、今回は「最近のデータによると、しっかりした足取りだった支出 (spending) が、先のエネルギー価格の上昇を一因として若干鈍化したことを示している」となる。つまり、景気の強さに関する認識を緩め、その理由の一端をエネルギー価格の上昇に求めた、ということ。

しかし、インフレに関する認識は警戒感を強く保ったままとなっている。つまり、景気鈍化、インフレ懸念というあまりよろしくない組み合わせ。もっとも、「長期インフレ期待は抑えられたまま」とは付け加えている。

《 FOMC will raise its interest rate next month 》

FOMC が開かれたのが5月3日火曜日。しかし、その週末の5月6日には、FOMC のメンバーが事前に知っていたら3日の声明文を違った形で出したかも知れない重要な統計が発表されたのである。それは、米4月の雇用統計。

非農業部門の就業者数の増加予想は大方17万人程度だった。ところが発表された数字は、それを10万人も上回る27万4000人。かつ重要なのは、その前二ヶ月間の就業者増加数が、合計で9万人分も上向き改訂されたこと。具体的には、今まで11万人しか伸びなかったと思われていた3月の非農業部門の就業者数は、「実は14万6000人の増加でした」と訂正され、2月については24万3000人の増加発表が「実は30万人でした」となった。失業率は5.2%で横ばいだったが、アメリカにおける雇用の増加ぶりが鮮明となった。

この統計に関して、ウォール・ストリート・ジャーナルの取材に答えた High Frequency Economics のイアン・シェパードソン氏は、「Clearly, this report is something of an antidote to the gloomy tone of most recent data」(明らかにこの雇用統計は、大部分の直近データが示す暗いトーンを押し流すものである)と述べているが、この見方には賛成である。筆者は去年の閏年に絡む季節調整などが世界各国で経済統計作成上うまく行っておらず、この春の経済統計は片寄りしている可能性があると思っているが、この調子だと3月分の反動で4月の米経済統計には強いものが多いかも知れない。

雇用が増えているということになると、米経済の69%を占める国民の消費は今後比較的強めに推移すると考えることが可能である。なぜなら雇用が生み出す給与は、消費の最大の源泉であるからで、今言われている「アメリカ経済の soft-patch」は、比較的早期に終わる」可能性がある。ということは、次回の6月29～30日のFOMCでは、引き続き0.25%の誘導目標引き上げが実施される、と予測することが出来る。

こうした米金利の先高見通しは、為替市場ではユーロの対ドル相場を動かした。ユーロには、円にとっての人民元のような個別な上昇圧力要因がないために、素直にドル高となった。筆者の記憶だと米4月の雇用統計前のユーロ・ドル相場は1.3ドルに近い1.29ド

円台の後半だったが、数字が発表されるとユーロが落ちて、1.28ドル台の前半となった。円も対ドルで若干下げたものの、その下げ幅は数十ポイントであり、104円台の後半から105円台前半にドルが上昇する程度で越えた。

債券相場はアメリカでは売られ、指標10年債の利回りは4.26%となった。再発行が噂される30年債の利回りは4.64%。筆者は、再発行が決まった場合には、アメリカの長期金利の上昇予測が強まると予測している。商品市場では「アメリカ経済がそれほど強いのなら」ということで、一部の商品相場には強材料となった。原油相場は引き続き50ドルを上回ったままだ。

バレル50ドルを維持している高い原油相場は、アメリカ経済に確実に犠牲者を増やしている。無論経営の失敗も大きな要因だが、先週スタンダード・アンド・プアーズ（SP）が発表したGMとフォード社債のジャンクレベル（投資不適格レベル、投機的とも言われる）への引き下げは、明らかに「原油高」が背景としてある。

なぜなら、GMとフォードが得意とし、収益源としてきたスポーツ・ユーティリティー車（SUV）はエネルギー効率が悪い。つまりガソリンを食う。そもそもガソリン高の環境では、消費者に忌避される可能性が高いのである。

そこにSUVとしては比較的エネルギー効率が良い日本車が攻勢をかけ始めたから、GMやフォードの苦境には拍車がかかった。SPも

「GM's sport-utility vehicles (SUVs) will no longer be as profitable as they have been in recent years.」

「Ford faces the prospect that its overall sport-utility vehicle (SUV) business will not be able to generate the profitability it has enjoyed historically.」

と述べている。もっとも、SPは格下げに当たって「日本車メーカーとの競争」を直接的には挙げていない。SPが問題にしているのは、「経営」「経営の質」である。両社は「再浮上に必要な戦略を欠いている」として、具体的に以下のように述べる。

1. GMについては、「management's strategies may be ineffective in addressing G.M.'s competitive disadvantages」
2. フォードについては「reflects our skepticism about whether management's strategies will be sufficient to counteract mounting competitive challenges」

GMとフォードに対する微妙な表現の違いは、両社の格付けにも反映されている。SPはGMの長期社債をBBに落としたが、フォードのそれはBB+とした。両方ともジャンクレベルだが、むしろBB+の方が一段階高い。もう一方の格付け会社であるムーディの格付けを見ると、GMはジャンク寸前のBaa3であるのに対して、フォードはBaa1でフォードの

方が2段階も高い。両格付け会社とも、「フォードの方がGMよりまだまし」と見ている姿が浮かぶ。もっとも、SPは両社社債に対して、次の発表ではまた格下げがあってもおかしくない「negative」という評価を下している。

これは両社にとって非常に大きなコスト要因になる。例えばGMのケースを見ると、長期債の発行残高は3000億ドルに達している。対してキャッシュポジションは200億ドル弱。債務の規模は、いくらGMの企業規模を考慮しても大きいことは言うまでもない。指標30年債の利回りに対するスプレッドを見ても、GM社債は年初の3%レベルから、現在は7%近くになっている。

2033年満期のGM社債利回りは先週金曜日の段階で11%を超えている。トヨタが借金する必要があるかどうかは別にして、もし借りたとしてもその金利は限りなくゼロに近い。この両社の資金調達コストの差は、今後の両社の業績に極めて大きな「力の差」になる。

そのGMのワゴナー会長は今月中旬に訪日し、トヨタ自動車の張富士夫社長と会談するという。日経によれば、トップ会談にはGMの研究開発を率いるラリー・バーンズ副社長も同席する予定だそうで、トヨタが安全・環境技術などでGMにどんな新たな協力を提案するかが焦点になるという。

GMとフォードの経営危機は、ほぼ確実にアメリカでは「政治問題」になる。為替を巡っては既に米議会が動き出している。近くこのニュースで取り上げたいが、「円相場の先行き」も絡んでくる問題だけに、市場の人間としても関心を払う必要がある。

《 FOMC will raise its interest rate next month 》

連休中に円が対ドル、その他欧米通貨に対して大きく上昇した理由としては、筆者はいくつかの理由があると思っている。

1. 米金利高を理由としてドル買いの動きがかなり長期間に達し、ポジションが傾きすぎた
2. 連休になって日本からの国外への資本の流れが止まり、ドルや比較的金利の高い通貨に対する買いが減少した
3. 中国の人民元に対する米政権・議会の切り上げ圧力が強まる中で、アジアの主要通貨としての円にも切り上げ思惑が出ている
4. アメリカの経常赤字に対する根強い懸念が残っている

このうち、「1」と「2」のファクターは、週明けとともに薄くなったか、失われた。そこで本当のドルの強さ、弱さが判明するだろう。それは同時にその他通貨に対するものも含めての円の強さ、弱さの検証にもなる。筆者は、引き続き日本からの資金の流出は続くと考ええる。従って、対ドルでも対他通貨でも円の上げ幅は限られたものになると考えるし、一定のレベルでは円安が再燃すると見る。

今週の主な予定は以下の通りです。

5月8日(日)	小泉総理、ロシア訪問(～10日)
5月9日(月)	米8月卸売在庫 ロシア、対独戦勝60周年記念式典 米口首脳会談
5月10日(火)	3月全世帯家計調査
5月11日(水)	3月景気動向指数(速報) 米3月貿易収支 OECD3月景気先行指数
5月12日(木)	米4月小売売上高
5月13日(金)	3月機械受注・4～6月見通し 4月景気ウォッチャー調査 福井日銀総裁講演 米4月輸出入物価指数 米3月企業在庫 米5月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報) イラン大統領選挙

《 have a nice week 》

ほんまに日本は休みが多いなと思う一方で、日本のゴールデン・ウィークは本当に良い季節にあるな、と思う一週間でした。沖縄はもう梅雨入りしたらしいが、これは例年に比べて6日早いという。ということは、いつもの年のゴールデン・ウィークは、日本全体が梅雨に入る前の、日差しがキラキラと明るい気持ちの良い一週間と言うことになる。今頃言うのもおかしな話ですが、今年はまさに天気もそういう感じだった。まあ楽しまれた方が多かったのではないのでしょうか。

日本のゴールデン・ウィークの期間中は、実は中国も連休の一週間でした。春節に続いての中国での長い休み。大移動が起きる。今年は、「大規模な反日デモの再発」が懸念されたが、当局が徹底的に教宣活動を行うと同時に、主要ポイントでの警備活動を活発化したためにほぼ全国でデモなしの展開だったようです。しかし、中国の国内情勢、日中関係は緊張したままでしょう。

去年の中国の成長率は9.4%という高率になった。それは良い。問題なのは、7%という成長目標を2.4%も上回っても、新卒学生のかなりの部分に職を与えられず、また都市には子供の小学校にも上げられない農村戸籍の出稼ぎ労働者が2億人もいて、今の繁栄が偏った人々にしか富を与えないことを快く思っていないことである。人口が多すぎると

いう問題もあるが、主に生産部門での雇用の吸収を頼りにしている中国では、工場での生産性の伸びは職の増加の抑制につながると言うことだ。

中国は今年の成長率目標を8%に引き上げたが、それも「7%では新卒学生を吸収しきれない為」だったと言われる。去年の成長率は、それを上回る9.4%。では、中国では新卒学生を吸収するために何%成長すれば良いのか、という問題になる。中国の学生、特に田舎出身の学生は親戚や近所からの学資借り入れで都会に来ているケースが多いと言われる。就職できないことは、彼等にとって「借金を返せるか返せないか」の死活問題なのである。中国の学生達が置かれた状況は、かなり悲惨である。

成長しても成長しても求職者を吸収しきれない中国。共産党の一党独裁の下でかなり荒々しい資本主義を走らせるという今のシステムの矛盾、不均衡はかなり極限まで高まっているし、中国の指導部はその不満のはけ口を慎重に探すだろう、ということだ。こうした状況を見れば、失業を増やす可能性がある「人民元制度の改革」は指導部にとってもかなり勇気が必要なことは分かる。

中国の問題もまた取り上げたいと思います。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》