

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1780号 2005年06月06日(月)

《 Euro is losing strength 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 市場では、ユーロに対する懸念の増大、長期金利の低下という大きな変化が生じている。ユーロ安は、フランスに続いてオランダが EU 憲法を国民投票で大差をもって否決し、EU の先行きに不安が持たれるに至ったことが背景。対して、世界的な長期金利の低下には、石油価格の上昇によるインフレ懸念よりも世界的な景気の先行きに対する不安がある
2. この二つの現象があとどのくらい続くのか、どこで反転するかは市場の常ながら今のところ分からない。はっきりしているのは、永久に続くことはない、ということであって、筆者は、アメリカの利上げの終局が見えてきた段階でユーロ安にも歯止めが掛かると見ている。長期金利の低下は、世界的な投資環境の変化と生産性の上昇やデジタル技術の持つ物価引き下げ圧力の強さを示している。根強い圧力だろう
3. 今後の市場のポイントは、域内景気の鈍化という現況と併せて、統合のペースを緩めることが確実な EU とその通貨であるユーロを今後市場がどう見るか、アメリカの金利引き上げ継続をどの程度まで見込むか、原油高のインフレ効果ばかりでなく景気押し下げ効果をどう読むか、先進国経済全体の強さ（弱さ）をどう考えるか、などになる
4. 筆者は、現在のユーロ安に関してはしばらくは続く可能性があるが、ドルをいつまでも買い続けるには不安があり、ユーロが短期的にも反発に向かう時期は比較的早い可能性がある、と考える。長期金利の低下も早晩止まるだろう。フラットニング化はかなり進んでおり、長期金利がこれ以上下がる余地は日米ともに小さい。しかし、長期金利が予想外に上がらない状況は今後も続くだろう

ユーロの先行きは確かに不安だ。その母体である EU そのものが今後どうなるのか、という疑念があるからだ。拡大・統合の両方を進めようと言うヨーロッパの政治家達の夢は、大きな挑戦に出会っている。夢を国民も共有している間は良い。しかし、国民の多くは「生活」「雇用」という現実日々直面している。ヨーロッパを経済的にも政治的にも統合して域内で戦争を引き起こさず、アメリカにも、台頭するアジアにも、そしてロシアにも対抗していこうという理屈や夢は分かる。

しかし、東欧などを中心とする安い労働力の脅威にさらされている EU 内先進国であるフランスやオランダの労働者にしてみれば、「夢もいい加減にして欲しい。我々の雇用はどうなるのか」という事になる。加えて言えば、EU の拡大は、「未はトルコまで取り込む」ことを念頭に置く。「それは勘弁して欲しい」というのが、EU 内先進国の一般国民の気持ちだろう。

筆者は EU 内におけるフランスやオランダの選挙結果を見ながら、去年のインドの総選挙を思い出していました。理念を掲げ、実際にメリットがないわけではない当該国政権の政策。対外的には説明のつく、理屈のある政策でした。市場経済を推し進めた。国内にメリット(しばしば理想的な)を享受できる人も多かった。しかしその政策の恩恵を被らない人々はいて、その人々も一人一票の票を持っている。インドの場合はそれが 3 億人の「成長に預かれない人々」だった。

「ヨーロッパが一つになる」という理想を掲げるシラク政権やオランダの政権の夢に賛同している人は国内にも多いと思う。フランスでは投票でも 45% いた。ヨーロッパの過去を考えると、フランス、ドイツ、イギリスといった国の境目を徐々に取り除いていった方が良いことも確か。EU 憲法は、その方向に向けての大きな前進です。

しかし、実際に暮らしているフランスやオランダの一般庶民にしてみると、「EU が出来てから、何か良いことがあったかい……」ということになる。生活が楽なら良いが、そうでもない。今まで EU は東に向かって拡大してきたが、それだけでさえ安い労働力が EU という大きな市場に投げ込まれた。それが今度は、今でもフランスやドイツ国内で数多くの問題を起こしているトルコ人の故郷であるトルコが EU に入る方向で進みつつある。

東ヨーロッパやトルコからの労働者と直接に、そうでなくても間接的に競争状態に置かれている働く人々にしてみれば、「EU のメリット」は実感できないでしょう。実感できなければ、景況の良くないフランスやオランダ経済の中であって、現政権に対する不満は吹き出してくる。インドでもフランスやオランダでも「一票を持つ民衆の反乱」があったという気がする。

《 people are resisting dream 》

EU の「拡大・統合」路線は、筆者の見るところやや足早すぎた。EU 憲法は、国民の間に反発が強い東とトルコへの拡大に加えて、EU 大統領や EU 外相の設置を終着駅として想定している。それぞれプライドの高いフランス、ドイツ、イギリスやオランダの国民が、そこまで一気に進めるかは、最初から疑念があった。しかし、ヨーロッパの政治家達はお互いに夢を共有しあいながら、前に前にと進んだ。国民としては、「ちょっと待ってよ」と思っていたに違いない。

各国の議会も「夢を共有する立場」の人が多かったから、EU 憲法を議会にかければ良かったが、フランスのシラク大統領は「国民の支持も欲しい」「支持が取れるだろう」ということで、ある種理想主義的に国民投票に掛けた。しかし、そこには一般国民の本音があった

ということだ。

その結果は、「EUの拡大ペースと統合ペースは少なくとも鈍る」ということになる。それは夢の頓挫だから、ユーロを夢で買っていた向きの買い意欲も減退する。それがユーロ反落に繋がっている。しかし、トルコまで入ったEUを代表する通貨ユーロと、拡大をやめ、よりコア国の存在感が強いユーロのどちらが安心して買える通貨であるかに関しては、議論の余地がある。

EUの魅力が全くなかったわけではない。欧州連合(EU)に加盟していないスイスでは5日、EU域内での国境審査を廃止するシェンゲン協定と、難民情報の共有などを定めたダブリン協定への加盟の是非を問う国民投票が行われ、賛成54・6%、反対45・4%で加盟を可決した。非加盟の国にとって、EUは依然として魅力のある存在なのだ。

現時点でユーロが買えない雰囲気、ドル高を生んでいる。ドルにとっては、景気のあまり良くない他の先進国に比べれば、まだしも3%台半ばの成長率を誇っているという事実、加えて金利も上がり気味であるという点に強さがある。しかし、それが続くかどうかには疑問がある。先週末に発表された雇用統計は、予想をかなり下回る弱さだった。また利上げの継続度に関しては、FRBの中からも6月29~30日の次回FOMCでの利上げが最後になる可能性もある、といった発言も出ている。その面では、今週上下両院合同経済委員会でのグリーンズパン証言は重要である。

モメンタムとしては、ユーロ安はしばらく続くだろう。しかし、外貨準備としての地位を確立しつつあり、決済手段として地位を確立しつつある通貨が限りなく売られるということはない。かつ、世界の中央銀行の間でも、個人の投資家の間でも使用通貨をドル以外に多様化しようと言う動きがはっきりしている。ユーロ需要はあるということだ。筆者は、ドルにも双子の赤字など多くの不安材料がある中で、持続的なドル高への転換はないと考える。

こうした中で、つなぎ的に買われる可能性があるのは円である。円については、「人民元の切り上げ」という円高を連想しやすい出来事がいつ起きてもおかしくない状況にある。従って、長期的な円安基調の中ではしばらく円は強含む可能性が高い。対ドルではその状況は出ていないが、既にいわゆる高金利通貨(オーストラリア・ドル、ニュージーランド・ドルやポンドなど)に対しては、円は上昇している。

こうした円高傾向はしばらく続く可能性があるが、円に資金を入れても金利も低く、債券は高値で、株価は低迷している。あくまで筆者は、円はつなぎの資金逃避先になるにすぎないと考える。

《 deepening mystery ? 》

長期金利の世界的な低下は、先週後半に再び原油相場が上昇する中で進行した。つまり、「原油高だからインフレ。だから長期も金利は上昇する」という図式がはっきりと崩れた。その意味で、金融市場を見ている人間にとっては興味深い一週間だった。短期金利の上昇の

中でも長期金利が上がらない事態をグリーンズパンは、「なぞ(conundrum)」と言ったが、先週はある意味で、「なぞは深まった」ということだ。

同議長は今年2月17日の議会証言で「In this environment, long-term interest rates have trended lower in recent months even as the Federal Reserve has raised the level of the target federal funds rate by 150 basis points. This development contrasts with most experience, which suggests that, other things being equal, increasing short-term interest rates are normally accompanied by a rise in longer-term yields.」と自問した後に、次のように述べていた。

「Some analysts have worried that the dip in forward real interest rates since last June may indicate that market participants have marked down their view of economic growth going forward, perhaps because of the rise in oil prices. But this interpretation does not mesh seamlessly with the rise in stock prices and the narrowing of credit spreads observed over the same interval. Others have emphasized the subdued overall business demand for credit in the United States and the apparent eagerness of lenders, including foreign investors, to provide financing. In particular, heavy purchases of longer-term Treasury securities by foreign central banks have often been cited as a factor boosting bond prices and pulling down longer-term yields. Thirty-year fixed-rate mortgage rates have dropped to a level only a little higher than the record lows touched in 2003 and, as a consequence, the estimated average duration of outstanding mortgage-backed securities has shortened appreciably over recent months. Attempts by mortgage investors to offset this decline in duration by purchasing longer-term securities may be yet another contributor to the recent downward pressure on longer-term yields.」

原油価格上昇による期待成長率の低下説、全般的な資金需要の低下説、日本銀行など外国銀行による米債購入説、モーゲージ投資家による長期債購入説などを示しながら、「しかし」と自問している。自問しても結論が出ないので、「For the moment, the broadly unanticipated behavior of world bond markets remains a conundrum.」とまたあまり普通の人が知らない単語を使った。「conundrum」とは「なぞ、判じ物、難問」という意味だ。最近はまだこの「なぞ」が深まったと言える。

2月21日の1767号でも述べたが、筆者は世界的な低金利状態の持続に関しては、以下のような要因があると見ている。

- 1 . 世界的な労働力供給量の潤沢さ
- 2 . IT を利用した生産性向上の持続

3. 年金運用に伴う長期債需要の増大

4. インフレが終わった後でも人々の心に長くインフレ心理が残ったように、一種のデフレ心理の持続

最近の長期金利の低下に関しては、これらの要因に加えて原油高にもかかわらずインフレが上昇しないことの確認が進んでいること、加えての世界景気の鈍化懸念がある。70年代、80年代、さらに言えば90年代の金融市場を見てきた人間からは理解しがたいことが起きていても、それはあくまでも現実である。「なぜ」と問いかげながらいくしかないが、筆者は今の状況では、長期金利が上昇しない状況はしばらく続くと考えている。

今週の主な予定は以下の通りです。

6月6日(月)	1～3月法人企業統計
6月7日(火)	4月家計調査(全世帯)
6月8日(水)	4月景気動向指数(速報) 米4月卸売在庫
6月9日(木)	5月消費動向調査 5月工作機械受注 グリーンズパン米FRB議長議会証言 英中銀金融政策会合
6月10日(金)	5月国内企業物価指数 米4月貿易収支 米5月輸入物価指数 サミット財務相会合(～11日) 米韓首脳会談(ワシントン)

《 have a nice week 》

週末の最大のニュースは、日本代表のバーレーン撃破でしょうか。もしかしたらやばいかも、と思っていましたから、よう勝ったと。前半に点を取ってくれたので、安心して見ていられました。これで、グループ内での勝ち組のイラン、日本と、負け組のバーレーンと北朝鮮の色分けがはっきりしてきた。日本はあと二試合でどちらか引き分ければ、ドイツには行ける。

バーレーン戦直前の2試合を、日本は連続して負けていた。心配する向きもあったが、私としてはモメンタム的には「そろそろ勝ち」と思っていた。その通りで良かった。本来出られなかった小笠原が点を挙げる。まあ、そんなもんなんでしょうな。「よし、出られた…」という気分と、「出たからには注目されるからやってやろう…」という気持ちが選手を突き動かすのだと思う。

次の日本の対戦相手は北朝鮮。12年ぶりに出てきたが、これまで一勝も出来ず。私はやはり国の体制の問題もあると思う。情報を出さない、資金もない、だから海外の最新情報もそれほど得られていないのだろう。日本でプレーする二人の選手のチーム内での地位も低いようだ。

今のスポーツは、どこかで進歩した情報を直ちに取り入れないとなかなか対等に戦えない。そういう時代に、国自体が閉じている状況では、なかなかスポーツも強くなり得ない、と私は思う。北朝鮮の選手は、個々の運動能力としては高いとも言われる。しかし、彼らが海外の情報をきっちりとおさえられる状況にはないと思う。どこかで「我々は遅れているかもしれない」と思いながらプレーする状況では、勝ちに繋がるプレーが出来るチャンスは小さい。サッカーでも、そういうことを教えてくれるような気がする

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》