

GCI Global View

2010年6月14日

【目次】

- | | |
|------------------------------|-----|
| ● 通貨を巡る二つの争い ―近隣窮乏化策と基軸通貨の座― | P.1 |
| ● Global Markets | |
| 1.オーバービュー | P.4 |

【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

○住所：〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： administration@gci.jp

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

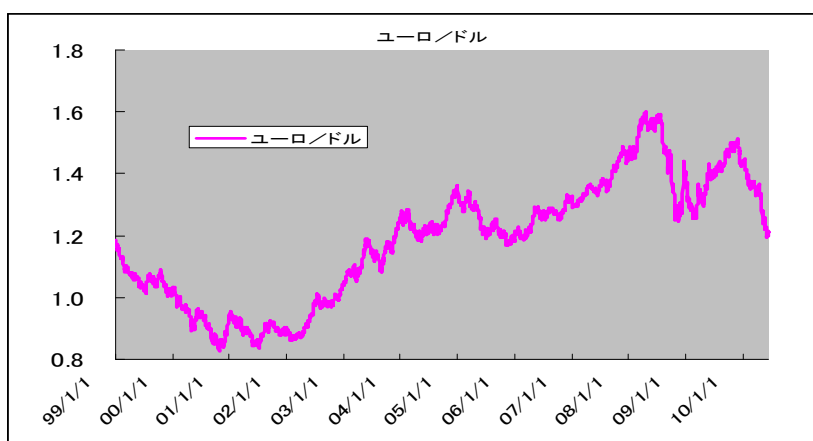
日本証券投資顧問業協会 加入

当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

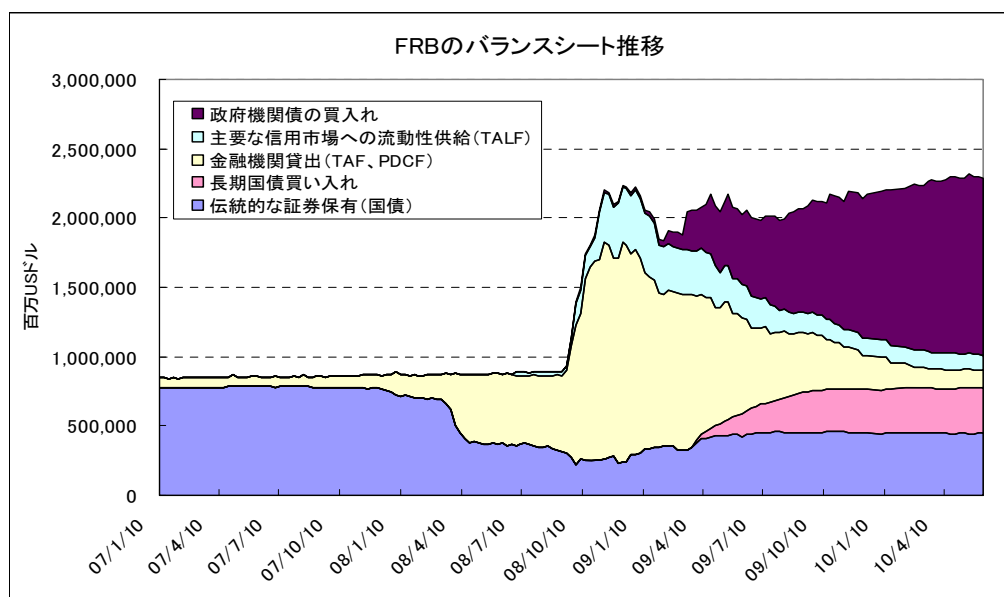
巻頭レポート

通貨を巡る二つの争い ― 近隣窮乏化策と基軸通貨の座 ―

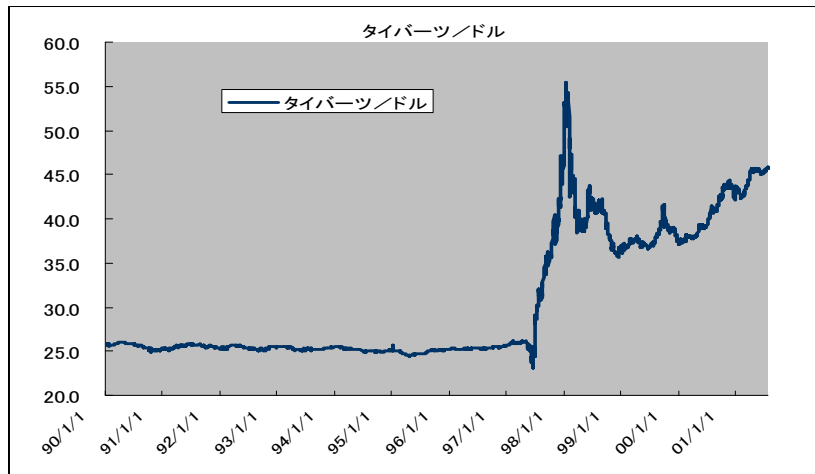
為替市場では、ここ暫くはギリシャショックを材料に南欧諸国の財政懸念とユーロの構造問題にフォーカスがあたりユーロの下落が進みましたが、先週は対ドルで 1.20 割れのところでようやく下げも一服となりました。1 ユーロ=1.2 ドルといえ、丁度ユーロ発足時の 1.18 にほぼ戻ってきたということになりますが、発足後は一方的なユーロ安が進み 0.82 台まで進んだことをふまえると、この水準にはユーロ発足の象徴的な意味があるといった程度のものに過ぎないのかもしれませんが。



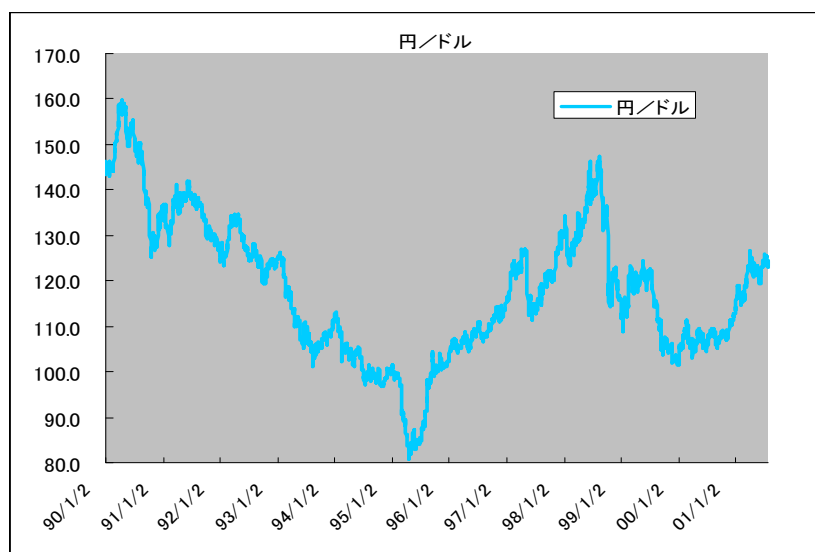
一方で、リーマンショックの震源地である米国が、ショック以降の急速な財政拡張とFRBの資産膨張によりドル安懸念を強めました。その後FRBのバランスシートでは、金融機関向け貸し出しはリーマンショック直後のピークから大きく減少したものの、モーゲージ関連の政府機関債の買入れが拡大し、バランスシートの規模としては2兆ドルを超えて大きく膨張した状況に変化はありません。目下はユーロに通貨下落の主役を奪われた格好であり、為替市場が、究極の相対価値トレードであることをあらためて実感させられます。



過去の金融危機を紐解くと、欧州危機、メキシコ危機、アジア危機など、その多くは経済実態に合わない為替水準の維持が短期的な外貨の資本流入を促し、これが高い成長をもたらすものの、その後経済は加熱し、何らかのきっかけによりその先行きに対する不透明感が強まり急激な逆流が起こることによってもたらされていることが見て取れます。



これらの金融危機、通貨危機における通貨調整の動きと比較すれば、今回のユーロの調整は極めて緩やかなものであります。日本のバブル崩壊とその後の金融危機は、プラザ合意以降の急激な円高に対する対処としての金融緩和の長期化がその遠因となりましたが、97年以降に金融危機が深刻化する状況において、邦銀は外貨の調達に困難を極め、ジャンププレミアムと称して邦銀向けのドルの貸出金利に大幅なスプレッドを要求され、円資産に対する売り圧力も強まり、投機筋による通貨安+金利安を背景とする円キャリートレードも拡大しましたが、国家の財政も民間金融機関も国内の豊富な預貯金をバックに少なくとも円貨での調達は一部の金融機関を除き正常に機能し、さらには経常収支の黒字を背景とする外貨準備の蓄積を背景に、キャピタルフライト的な円売り圧力が強まるには至りませんでした。



2000年代に入り、これらの危機の教訓をふまえて、アジア諸国は外貨の蓄積に励み、欧

州は通貨統合を実現させました。米国もそれまで IT と金融を武器に富の一極集中化に邁進していたものの、ついに IT バブルがはじけたことから、その後金融を大幅に緩和し、自国経済の立て直しとともに、これが米国の国益に適うとして世界中にドルをばら撒き、世界の需要を担い、世界の成長を促し、富を世界に配分する方向に舵を切りました。これに伴い原油をはじめとする資源価格が底入れし、その後騰勢を強める中、中東、ロシア、南米など、かつては財政懸念がつきまとったこれらの国々も資源価格高の恩恵に浴し、財政状況が改善するとともに、外貨の蓄積も進みました。こうした米国以外の国々がドルを溜め込む中、ほぼ米国一国が世界中からの借り入れを増やし、海外から物を買ひ、さらに米国以外の国々のドルの蓄積が進むというかたちでグローバルな不均衡を拡大させていきました。これは米国のドルが基軸通貨ゆえに持続可能なものでありましたが、その後のリーマンショックによりついには転換を迫られ、グローバルなキャピタルフローは大きな転機を迎えることとなりました。

今回のユーロの調整は、南欧諸国の財政懸念とともにユーロの構造問題としての域内格差の問題にも焦点が当たりましたが、そもそも米国にしても中国にしても域内格差はすさまじいものがあります。米国は基軸通貨ドルを握る唯一の覇権国として、また中国は資本統制と為替管理を徹底することで、これらの問題が対外的なキャピタルフローに影響を及ぼすことをうまくかわしてきました。どちらにしても強力な国力と政治力を背景とする統治があって初めて成り立つものであります。欧州が今回の問題に対して、政治統合も含めた統合の深化、統治の強化により乗り越えることを目指すのか、それとも周辺国を切り捨て、コア諸国に限定する形でその質的な強化を図るのか、今のところはっきりした方向は見出せませんが、どちらかを選択する局面が近々訪れるのではないかと考えています。

足元で欧州の懸念を材料とするユーロの下落が進んできたとはいえ、適度な通貨安による輸出競争力の拡大は無視し得ないものがあり、あえて近隣窮乏化策を志向しているという穿った見方もありますが、中国にしてもその効果を意識した通貨管理を行っており、米国も含めて自国通貨安の争いが続いているとの見方もあながち的外れではないものと思います。民主党政権誕生時には、当時の財務大臣の円高容認発言をきっかけに円高を加速させた後、菅直人現首相が後任として財務大臣に就任し、具体的な為替水準に対してコメントして、これはこれで物議を醸しましたが、まがりなりにも脱デフレをかけた円高を牽制、日銀との協調姿勢を演出し、円高によりややく歯止めをかける展開となりました。今後財政を引き締める方向に各国が動かざるを得ない状況となる一方で、通貨安を維持していくとなると、金融政策に過度の負担がかかりやすくなることも予想されます。

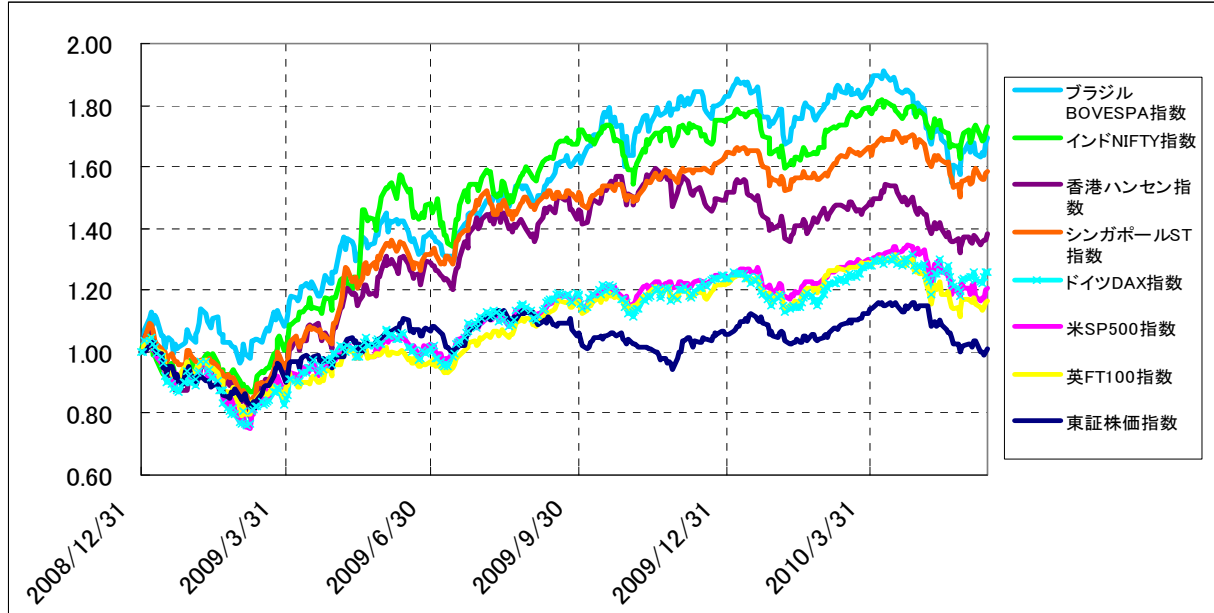
ただし、表面的な各国の自国通貨安競争の裏では、ポスト「ドル基軸通貨体制」を巡る米国、ユーロ、中国の覇権争いが本格化する兆しもあります。残念ながら円はまったくの蚊帳の外となってしまいましたし、ユーロは通貨安はともかく石油代金の決済通貨や外貨準備通貨としての地位を着々と広げてきたところでここにきて躓きました。この先、10年、20年を見据え、米ドルに替わりうる基軸通貨としての地位を人民元は虎視眈々と狙ってくるものと思われます。かつての日本において、円の変動の自由化から資本市場、金融市場の自由化にいたる流れの中で、米国に翻弄され、円高を甘受し、これらがバブルの生成と崩壊を招いた経緯をつぶさに分析した中国当局は、最後の砦として守るべき「人民元」の自由化は、今後進めていく市場開放の最後の最後に満を持して行い、そのときには既に基軸通貨としての風格を備えていることも十分にあり得るシナリオと考えています。(末永)

Global Markets (6月7日～6月11日)

1. オーバービュー

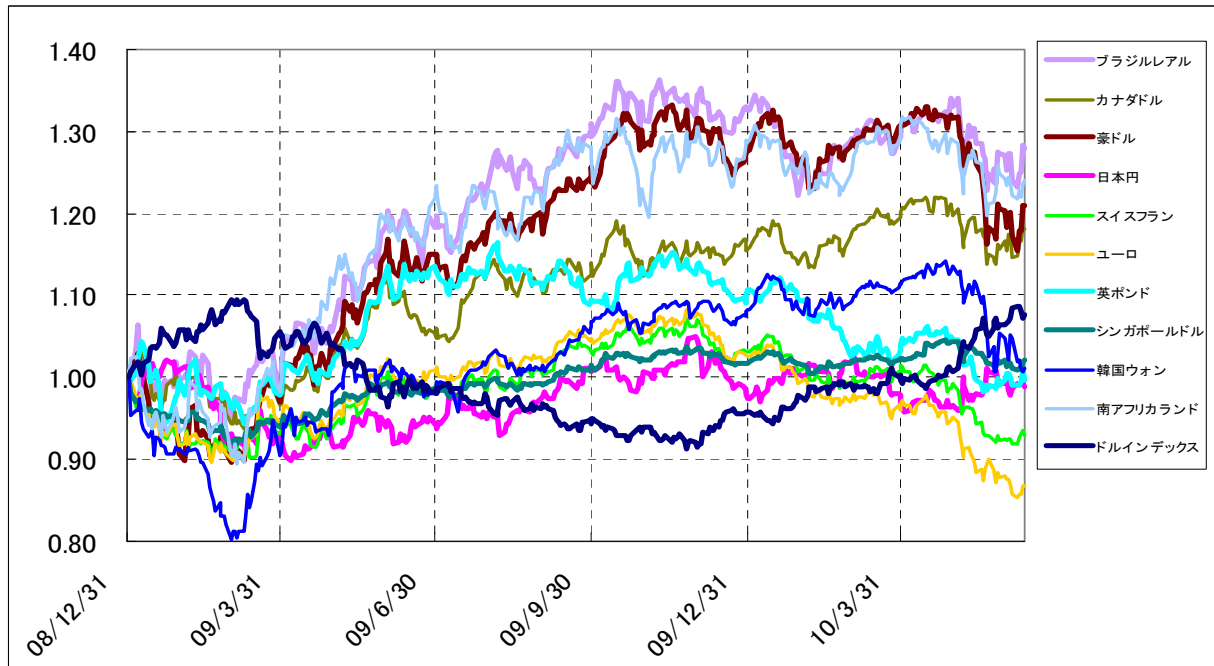
東欧にも財政懸念が広がりみせつつも、主要国の一連の経済指標が高い伸びを示し、ブラジル中銀も利上げを実施。株式市場もようやく下げ渋る展開となった。

【各国株価インデックスの2008年末からの変化率の推移】

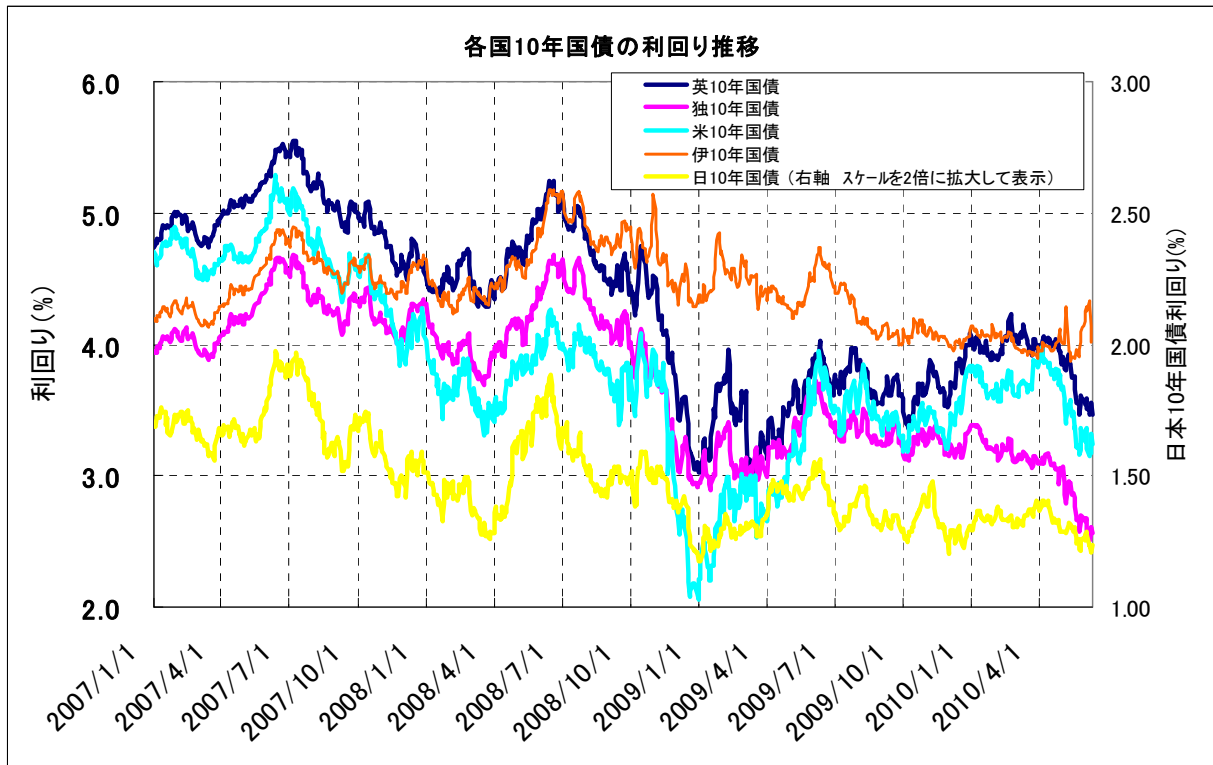


資源国通貨が反発、株式市場も落ち着きを見せるなかユーロもようやく反発。

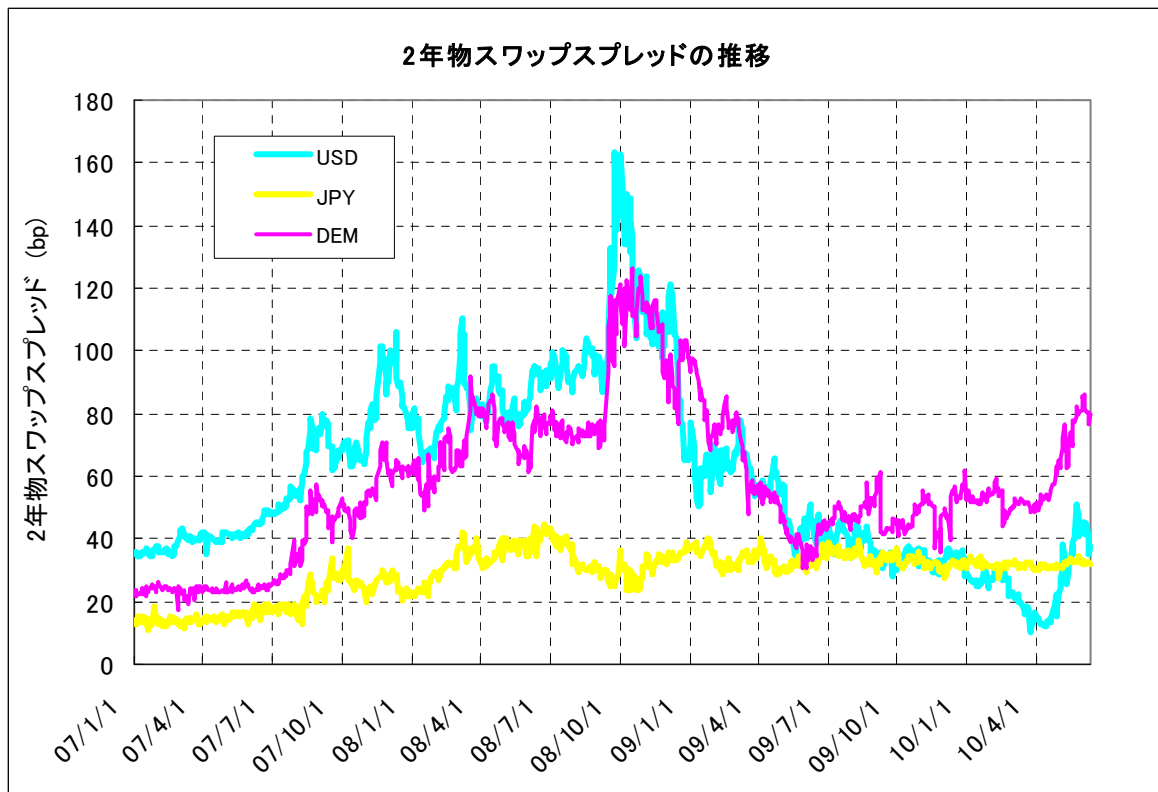
【各国通貨の2008年末からの対ドルでの変化率の推移】



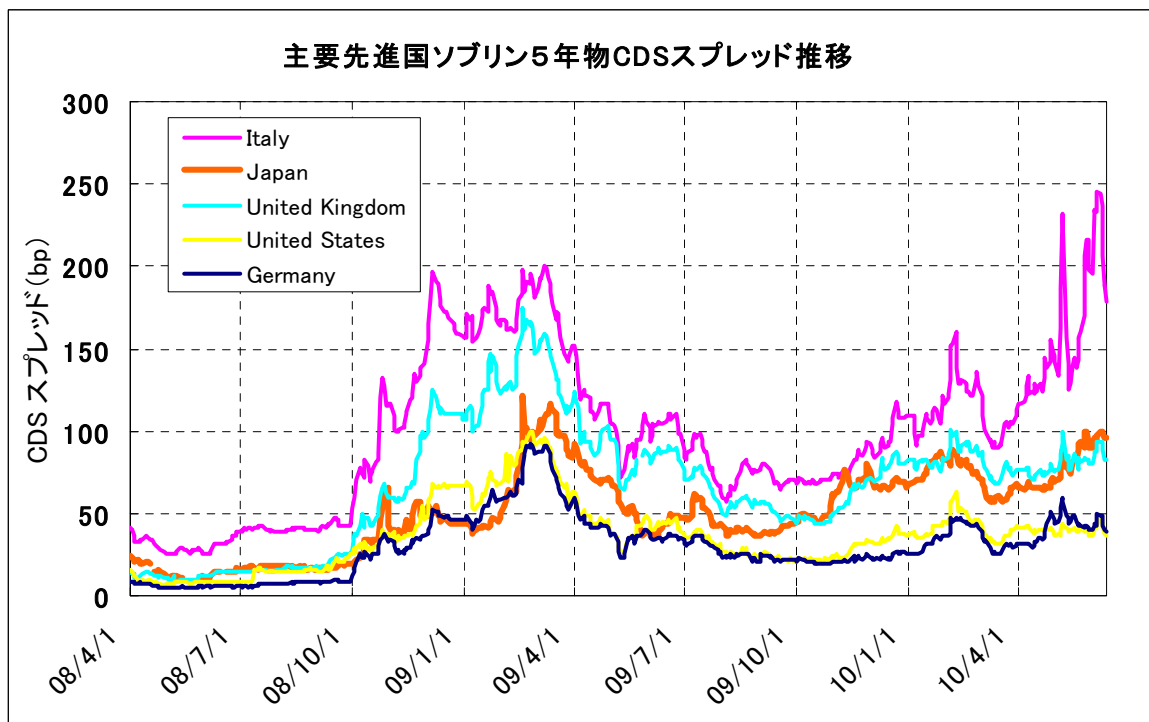
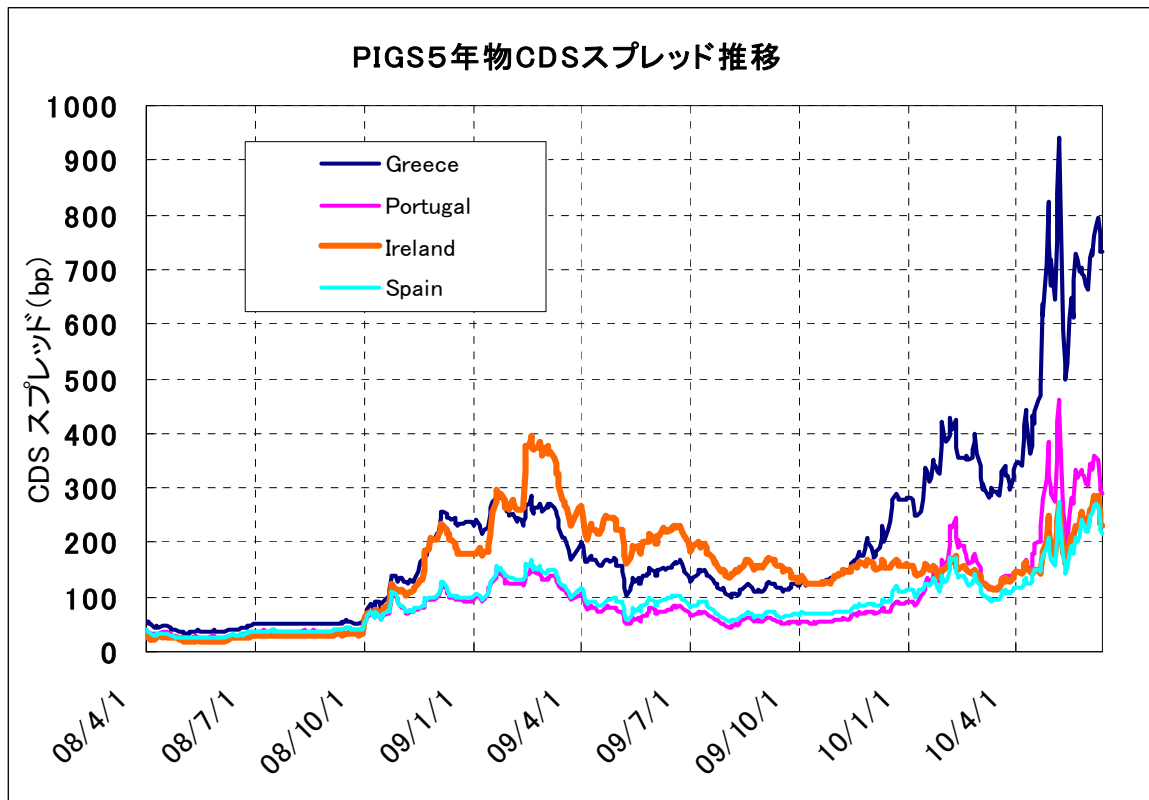
ECBの流動性供給オペの一部延長やスペイン3年債の堅調な入札などを背景に米独の国債利回りは一旦反発したものの、押し目では中期債を中心にイールドをつぶしていく動きが散見される。



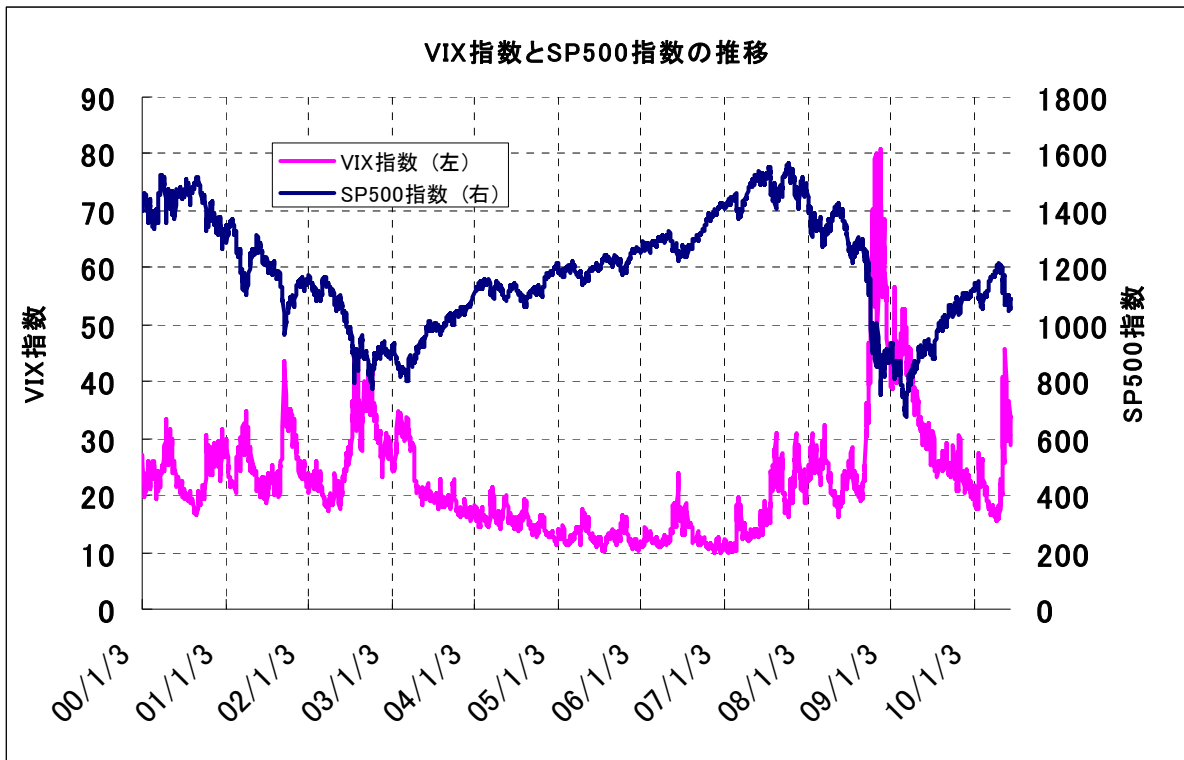
スワップスプレッドはリスク回避姿勢の落ち着きからやや縮小。



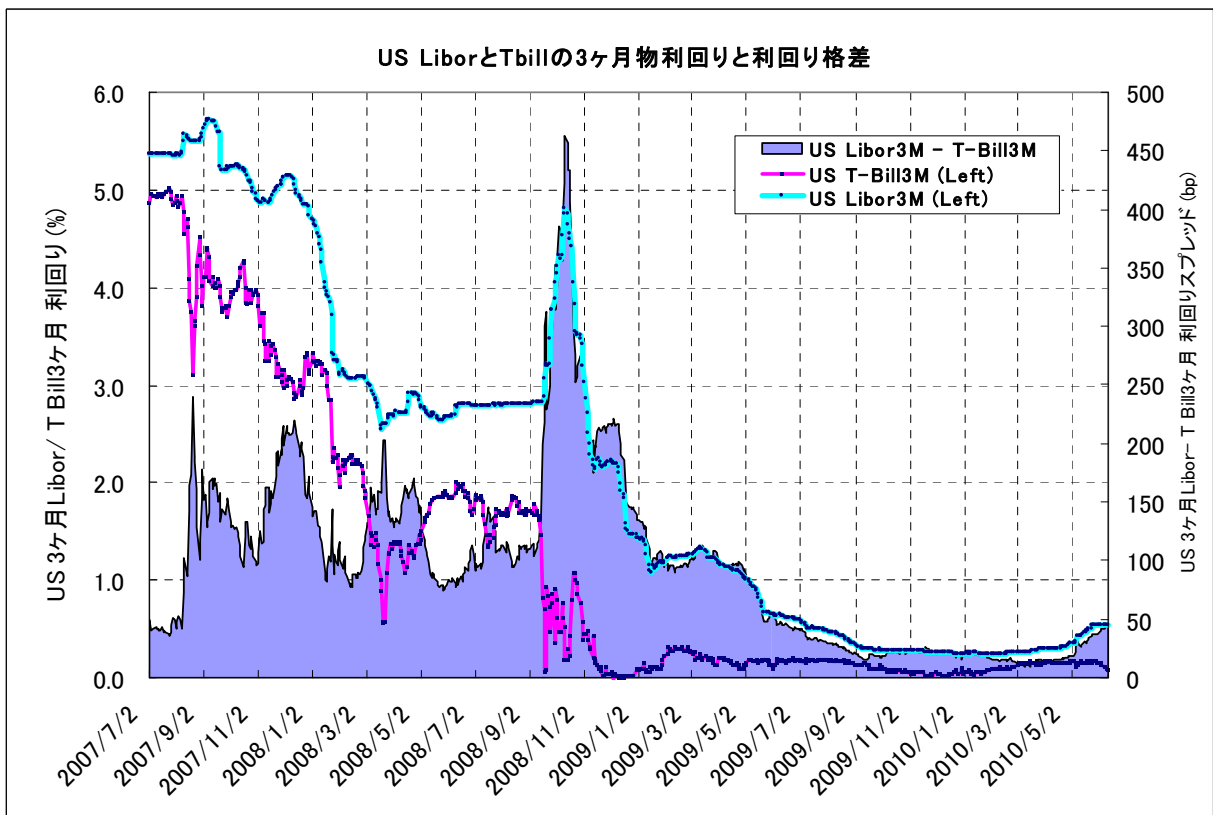
ソブリン CDS スプレッドは PIGS、先進国ともに概ね縮小。



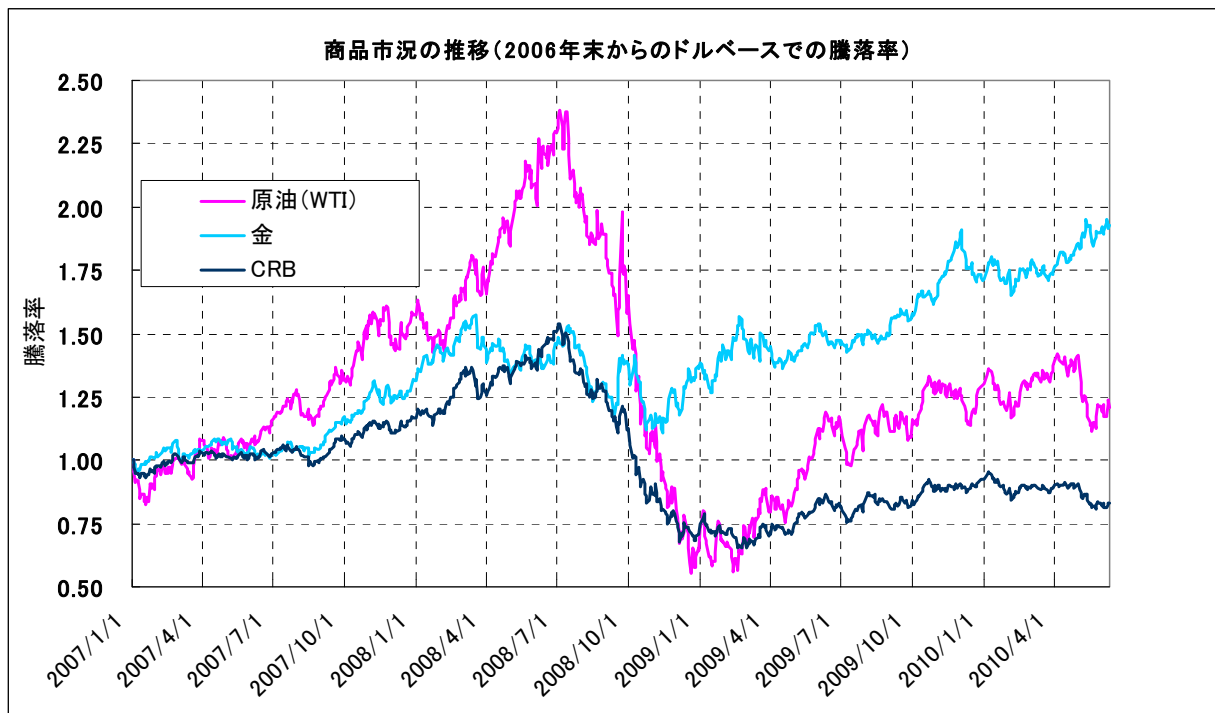
VIX は 28 台に低下。



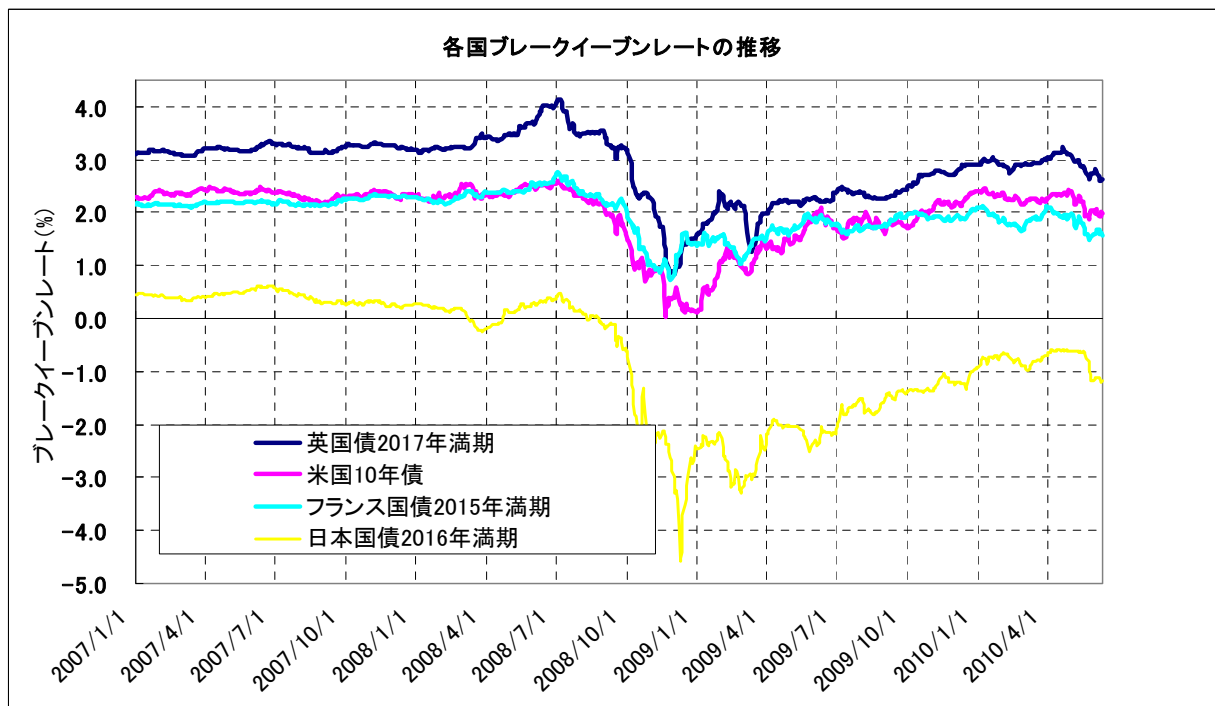
ドル LIBOR は横ばいで推移。



ゴールドへの資金流入は続く。



ブレイクイーブンレートは小動き。



(末永)