



Vol. 11

2004年の金融市場、上半期に転機？

● 持続可能性が問われる2004年

年始にあたり、こうしたレポートの定番は年間見通しということなるのだが、近年は戦争やテロ活動の活発化など市場の流れを急激に変えてしまうような事件発生の可能性などもあり、通常でも立てるのが難しい「見通し」をさらに難しくしている。ここでは、2004年の金融市場を見る上での注目点を挙げてみようと思う。ポイントをひと言で表すと、政府も個人も借金を急激に増やすことで浮上した米国景気が持続可能か否か (サステナビリティ Sustainability) である。

まず今年は、大きなイベントが予定されている。11月の米国大統領選挙がそれで、すでに選挙をにらんだ様々な政策の実行により金融市場が多くの影響を受けているのはご存知のとおりである。

一般的に NY 株式は選挙の年は高いとされるのだが、既に株価は2003年中に打たれた減税策 (消費刺激策) や金融緩和策という好環境とドル安効果からの企業業績の上昇を受けて上昇している。つまり2004年は、その持続性が問題となるわけだ。大統領選を前にすると金融市場は政治的影響 (選挙をにらんだ政策実行) を強く受けるのはいつものことだが、今回は特にそうした傾向が強く出ているように見える。通常は今年の2~3月に実施される予定の就学児童のいる家庭への減税が、昨年7月に前倒しで実施されたのはその典型例だろう (2003年11月1日第29号参照)。

ポイントは、こうした一連の景気テコ入れ策が、この春までに一巡することである。つまりその段階で景気

が自律的に回復基調を強めていないと黄信号がともることになる。1~3月期をどう越えていくかが注目点で、春以降が波乱局面ではないかと思うのである。少し難しい説明をすると、日本を反面教師としている米国は、政府が思い切った支出でテコ入れを図ったのである。バブル崩壊後に政策が小出しで後手にまわってしまいデフレの罠に陥ったとされる日本の二の舞を避けるために、政府が思いっきり財政を赤字にすることで底割れを防いだわけだ。同じような考え方 (財政積極論者) は、日本では野村総研のリチャード・クー氏が該当する。

● ドル安トレンドは続く

米国の誤算は、予定通りに進まないイラク問題など戦費の拡大に加え、選挙対策もあって舵を切った「ドル安誘導策」がドル資産離れにつながりかねない動きに転じたことだろう。実はそもそも積極財政政策自体が、成功をもたらす保障があるわけではない。中国やインドそしてロシアを取り込むことで構造的に変化している国際経済のなかで、良かれと考えて実施している政策のひとつであって、「賭け」というと語弊はあるが、今はその結果を見守っているというのが本当のところだろう。

別の言い方をすると、失敗すると政策的に後がないのである。欧米中心に明るい見通しを持つエコノミストは多いのだが、膨れ上がる財政と貿易の赤字を見ると、やはり米国は極端にバランスを欠く状態にあると言える。その結果が、ドル安として現れているわけだ。早い話が、これだけ赤字を垂れ流している国の通貨は、数年前に比べて格段に信頼性が

落ちて来たわけで、市場はそれに正直に反応しているということだろう。

以前からの持論でもあるが、米国は2000年を境に下りのトレンドにあって、経済規模が大きいために急な冷え込みはないし、また冷え込まないための対策も打っているのが景気も株価も相応の戻りを見せるのだが、結局はジリ貧状態で、遅かれ早かれ為替も金利 (債券価格) も株価もそれに見合ったところに収斂 (しゅうれん) するのではないかと。

ここにきて以前とはまったく逆にドル安見通し (国内流に表現すると円高見通し) が大勢を占めつつあるのが気にかかる (見方が一方向に傾くと相場は逆行する)。したがって、対ユーロでのドル高のやり直しはあるのだろうが、トレンドとしてのドル安は続きそうだ。対円で98~101円というところか。

NY株は、事前予想ほどの大幅な伸びには至らなかった2003年クリスマス商戦の結果や今後発表される住宅関連データ (中古住宅の販売戸数など) の動向、雇用関係のデータなどに敏感に反応しそうだ。やはり春以降は曲がり角ではないかと思う。

最後に付け加えると、私が米国中心の景気回復と株価の戻りに慎重論を採るのは、ひとえに個人投資家がリスクに弱いと考えているからである。投信などのような、機関投資家の投資手法をそのまま個人に当てはめるのは無理があると思う。機関投資家と違い一般に個人は弱い存在であって、当面は慎重姿勢で臨むのがいいのではないだろうか。もちろん個人差はあり、リスク管理能力と許容度の高い方はこの限りではない。

(クルー 亀井幸一郎)