

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1685号 2003年05月26日(月)

## 《 mighty euro ..... so far 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. このレポートが過去繰り返し予想した通り、ドルはもっぱら円以外の通貨に対して大幅に下落している。特に対ユーロでは1999年1月のユーロ発足当初のレベルに落ち込んだ。ドルの高値が1ユーロ=0.82ドル台であったことを考えれば、現在の1.1832ドルはユーロにとって「はるかなる道を戻って来た」という印象が強い。その分だけドルは下がったわけだ。今後のユーロ・ドルの先行きを改めて考えても良い時期である
2. ここ一〜二週間の間ドルが円に対して下落しなかったのは、もっぱら日本の通貨当局の強力な介入があったためと思われる。先週ニューヨーク連銀が発表した統計によると同連銀保管分の外国中央銀行保有米国国債残高は7330億ドル相当と、その前の週から186億ドルも増加した。このかなりの部分は日銀保有分の増加によるものと見られる。円が対ドルでステイし、その他通貨でドルが大幅に下落したその結果は、他通貨・円(ユーロ・円など)での大幅な円安進行である
3. テキサス州のクロフォード牧場で行われた日米首脳会談では、小泉首相が110円台の半ばまで進んだドル安・円高に懸念を抱きながらアメリカの為替政策をブッシュ大統領に問い質したのに対して同大統領は、「強いドル政策は変わっていない」と述べた。しかし一方では、「相場は市場が決める」と述べて、「強いドル」を自ら保持する行動の確約を与えなかった。また、「強いドル」の定義も示さなかった
4. 結局、今後も進むかもしれないドル安に対しては、日本の通貨当局の孤軍奮闘が続くことになろう。米通貨当局は今のところ国内にインフレ懸念がなく、ドル安を起因とする株安も起きていないため、ドルの為替相場の下落を強く懸念する立場にはない。米政府が自らの措置としてドル安に歯止めをかける状況はまだ先だと思われる

ドル安は、対円を除くほぼ全通貨で進行している。しかし一番目立つのは、対ユーロでのドル下落である。相場を見ていると、「状況が少し落ち着くかな」という期間もあるものの、その後に突然大口のユーロ買い・ドル売りが入り、相場が大きくユーロ高に移行する

状況が繰り返し発生している。

例えば先週金曜日の市場を見ても、日本時間の夕方、わずかな間に中東からと言われる大きなユーロ買いが入って、ユーロは対ドルで見ると間に1.17ドルから1.18ドル台に上昇した。それはスクリーンを見ている人間にも目を見張るスピードで、よほど大きな買いが入ったことを連想させるに十分だった。この動きは、「ユーロ買い」の勢いが依然として強いことを想起させた。

ユーロのそもそものスタート時を想起してみると、取引が開始されたのは1999年1月である。その直前、1998年の深夜に欧州連合（EU）蔵相理事会が新通貨ユーロと参加欧州各国通貨との交換レート（conversion rates）を発表した。1ユーロ=1.95583 ドイツ・マルク、1ユーロ=6.55957 フレンチ・フラン、1ユーロ=1936.27 イタリア・リラなど。その時のコンバージョン・レートから算出したユーロの実際取引開始前の理論値は、「対米ドルでは1.16675 ドル、対円では132 円 80 銭」だった。このレートをユーロ発足レートと呼べる。

しかしユーロはその後数日間強含み推移した。ご祝儀もあったが、ドルとユーロとの外為取引については1999年1月1日にインドの外為市場で最初の取引が報告され、ウォール・ストリート・ジャーナルによると、インドの国営銀行と一部の顧客が1月1日に1ユーロ=1.17ドルをやや上回る相場で500万ユーロを買ったという。第一号の取引は若干ユーロ高・ドル安の相場だったことになる。その後もユーロは上昇し、筆者の記憶では1ユーロ=1.18ドル後半台があった。ザラ場での相場なので、正確に記録がない。ユーロの対円での高値は138円前後ではなかったか。

それからのユーロは下落の連続。安値は2000年10月の0.82ドル台。欧州経済に対する悲観論が強まる中での、そしてアメリカがITを基軸に強い経済を維持する中でのユーロ安・ドル高の展開だった。しかしその後、ユーロは基調的な反発に転じる。アメリカでのITバブルの崩壊もあって、ユーロ見直しが入ったのである。ユーロは今や1999年誕生日当時から、その直後の高値を上回る水準になった。ユーロ・ドルのチャートを見ると、2000年10月の底（二番底）を下に、綺麗な瓶の形をしている。そしてユーロは、対ドルでも対円でも史上最高値水準になっている。

### 《 so .....what next ? 》

問題はこのユーロ高がどこまで、そしていつまで続くのかである。マスコミの見方を見ると、週末のインターナショナル・ヘラルド・トリビューンには、「今年末までにユーロは1.25ドル、2004年末までには1.33ドル」という予想が紹介されていた。もし円がともに115円だとすると、今年末にはユーロ・円は1ユーロ=143.75円、来年末は152.95円になることになる。それは可能だろうか。

この間の事情を考えると、欧州経済が強くなってユーロが反発しているわけではない。だから当然現在のユーロ高・ドル安がヨーロッパ経済に及ぼす状況としては、「U.S.

dollar's slide could push Europe closer to recession」(ドル安、ヨーロッパをリセッションの一步手前に追いやる、ウォール・ストリート・ジャーナル)となる。実際のところ先週も取り上げたように、ヨーロッパは全体としても、そのコアのドイツ経済としても、マイナス成長に直面している。リセッションの一步手前という状況である。

ユーロ高の一つの原因は、金利高である。ユーロとドルの買い swap を見ると、今でも + 0 . 4 4 がある。これは投資家にとって魅力だ。ユーロ・円では + 1 0 3。ポンド・円に至っては + 1 9 5 に達する。ユーロやポンドにお金を置いておく根拠は運用の面から言っても根強い。

こうした金利環境は続くだろうか。今朝の朝日新聞には、「欧州中銀、来月に利下げか = 進むユーロ高に歯止め」という記事がある。たまたま目にとまったから取り上げたが、「このユーロ高の中では欧州が利下げするかもしれない」というのは自然な読み筋であって、特に朝日の記事が突出しているわけではない。

朝日の記事が「利下げはほぼ確実。問題は幅」という言い方をしているのは興味深い。利下げそのものは既定路線という書き方である。恐らくこの見通しは正しいだろう。表面的には「(ユーロ高は)経済の基礎的条件を反映したもの」(ドイセンベルク総裁)と述べているものの、通貨高に欧州域内から不満の声が出ているのは確かである。日本企業の対欧州輸出も大きく伸びていると伝えられ、それから推察しても欧州企業が厳しい環境にさらされているのは明確だ。

しかしユーロ高には、もう一つの側面もある。政治だ。イラクとの戦争で見事な勝利を収めたアメリカのドルがユーロ誕生日のレートを下回って「負け組」になっている。一方で、イラクとの戦争で深刻な内部対立に直面した EU の通貨が、「勝ち組」になって世界中で買われている。歴史はパラドックスに満ちていることの良い証明だが、現在のユーロ高はヨーロッパの連中からみれば、「政治的には満足」ということになるのでしょう。為替相場を見る限り、ヨーロッパが勝ち組でアメリカが負け組だ。しかし複雑なのは、この為替舞台のシナリオを書いているのは、アメリカだと言うこと。

筆者はユーロの先行きに関しては、利下げ観測がある中でも、当面というスパンで見れば、ユーロは対円、対ドルで見てまだ上昇すると予測する。市場のドルに対する見方は冷めている。増加する財政赤字、そして貿易赤字などを背景に、またスノー財務長官の発言に象徴されるドル安受容的なブッシュ政権の姿勢から言っても、ドルが一段と下落しておかしくない状況にある。欧州中央銀行に利下げの観測があったのなら、同じような利下げ観測は FRB にもある。FRB としては、ECB にまず利下げさせてその後の利下げを狙っているのではないかと。

しかし、世界の機関投資家が静かにユーロに対する見方を「警戒的」にしていることも確かである。筆者が先週会った世界的な投資銀行の運用担当者は、「投資家には徐々にユーロからドルへの投資振り替えをアドバイスしている」と述べた。運用先の変更は徐々に

るもので、一気に進むわけではない。しかし、世界の大口投資家がここまで上げてきたユーロに対して、徐々に警戒的になってきていることは忘れない方が良い。これからのユーロ高は、あるとしても今までよりは fragile なものになるだろ。

### 《 maybe, maybe, action on the part of the central bank 》

グリーンズパンの先週の上下両院合同経済委員会での証言は、暴騰の報告よりもその後の議員の質問とそれに対するグリーンズパンの答えの方に聞き応えがあった。筆者は久しぶりに最初から最後までテレビ（CNBC）で聞いていたが、そのあまりにも報告の短さに驚愕した。全文をプリントにかけたら、A4で3枚とちょっと。こんな短いグリーンズパンの議会証言は見たことがない。

一つの理由は、アメリカ経済に関して「結論を下す時期ではない」ということにあるようだ。だから、いろいろしゃべっても仕方がない。彼は言う。

「Mr. Chairman, the economic information received in recent weeks has not, in my judgment, materially altered the outlook. Nonetheless, the economy continues to be buffeted by strong cross currents. Recent readings on production and employment have been on the weak side, but the economic fundamentals--including the improved conditions in financial markets and the continued growth in productivity--augur well for the future.」

これが証言の最終パラです。グリーンズパンが今まで述べていたことと同じ。生産性の情報に信頼感を置いて、それが強いことを強材料としながら、生産や雇用の弱さを「weak side」に入れて、「cross currents」（多くの相反する流れ）がある、と。締め言葉は、augur well for the future。またまたややこしい単語を使っている。辞書を見ると、『augur ill [well] for... ...にとって縁起が悪い[よい]』と。つまり、将来を睨むとアメリカ経済はまだ明るいと予測していると。

報告が終わった後の議員の質問と、それに対する答えは聞いていて興味深かった。「こんなに長くやるのか」と思うほどやっていて、最後の方は見る事が出来なかったが、「デフレ」「日本」という単語が実に頻繁に出てきた。

これは、議員サイドの問題意識がかなり「デフレ」に振れていることを証明している。デフレ先進国の日本とアメリカの現状比較、日本の通貨当局の失敗とアメリカの当局の今後の対応などを繰り返し彼らは聞いていた。グリーンズパンの発言は前回のFOMCの表現

「In contrast, over the same period, the probability of an unwelcome substantial fall in inflation, though minor, exceeds that of a pickup in inflation from its already low level.」

よりは若干進んでいるように見える。これは議員が「デフレ」という言葉を明確に使って質問していたからだとも思えるが、グリーンズパンは以下のように述べた。

「[The threat] is significantly large that it requires close scrutiny and maybe, maybe, action on the part of the central bank.」

The threat はむしろデフレを指す。Maybe を二回繰り返すところなどがグリーンズパンらしいが、要するに「しっかり監視しているし、もしかしたら中央銀行が対応策を出す必要があるかもしれない」と述べているのである。聞いていて、日本の経験をかなり詳細に検討したあとが伺えた。議員にも、「日本の失敗を繰り返して欲しくない」という意識が強かったようだ。

アメリカの中央銀行やブッシュ政権としては、デフレに先に突っ込んだ日本には、その「克服」でも先例を見せて欲しいと思っているのではないか。その意味でも、ブッシュ大統領の日本経済に対する関心は強まっているはずで、10時間も話し合っていた、会っていたブッシュ大統領と小泉首相の間には、当然この価格現象に関する話し合いがもたれただろう。ただし、小泉首相がどのくらい詳細に説明できたかは明らかでない。

ドル安に関しても質問が出た。ドルに対してはこれもいつもの答え。「財務長官がスピーカースマン。one voice が必要」と。ということは、今後もスノー財務長官の発言が注目と言うことだ。

今週の主な予定は以下の通りです。

5月26日(月)	米市場休場(メモリアル・デー) 都銀決算発表
5月27日(火)	米4月新築住宅販売 米4月中古住宅販売 米5月コンファレンスボード消費者信頼感指数
5月28日(水)	経済諮問会議 衆議院予算委員会でありそな問題の集中審議 米4月耐久財新規受注
5月29日(木)	4月鉱工業生産 米第一四半期GDP(改定値) 米第一四半期個人消費(改定値)

5月30日(金)

4月勤労者世帯家計調査

5月都区部・4月全国消費者物価

4月完全失業率

米4月個人所得・支出

米5月ミシガン大学消費者信頼感指数

米5月シカゴ購買部協会景気指数

### 《 have a nice week 》

晴れ間が少ない5月ですね。「五月晴れ」という言葉はどこに行ってしまったのでしょうか。今朝もどんよりと曇って、雨も降っている。

話は変わり、「地区ごとの犯罪発生密度」(<http://www.keishicho.metro.tokyo.jp/>)という先週末に警視庁が発表したマップは、自分の住んでいる周りの情報をじっくり拾ってみると、面白いことがわかる。私は杉並区に住んでいるのでこの地区とその周辺を見ましたが、例えば駅単位で見ると、中野と高円寺ではその周辺の犯罪環境がずいぶん違う。中野は緑基調であるのに対して、高円寺はオレンジに近い。つまり犯罪が多い。

ここで言う「犯罪」とは、「ひったくり」「住居対象侵入盗(空き巣)」「事務所等侵入盗(事務所荒らし)」「車上ねらい」「粗暴犯」の5罪種。「粗暴犯」とは「暴行罪・傷害罪・傷害致死罪・脅迫罪・恐喝罪・凶器準備集合罪を言います」と警視庁。我々の身の回りで起こりうる犯罪のかなりの部分ということです。

こういう地図が出来たからと言って、安全なところは安全かということでもないわけだから、特に日常行動を変えるところはない。しかし、オレンジとか赤になった地域というのは、警察ともども地域社会も環境を改善する努力をしなければならないのではないのでしょうか。NHKに「ご近所のパワー」とかいう番組があっていつも見ているのですが、これはなかなか面白い。前々回の回だったと思ったのですが、街の人々の定期的巡回で犯罪が大幅に減ったことが報告されていた。参考になる、と思いました。

《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](mailto: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》