

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1809号 2006年01月10日(火)

## 《 The number of steps would not be large 》

年末年始からお屠蘇気分の第一週、そして今回の連休と続く日本のお休み気分の間に進  
行したのは、ドル安・円高でした。日本が休みの間におけるロンドン市場のドル安値は、  
私が知っている限りでは113円77銭。ドルは幅こそ小さかったものの、ユーロなどに  
対しても安くなり、2006年を軟調な幕開けとした。

ドルを押し下げた大きな要因は、同時にニューヨークの株価を4年7ヶ月ぶりの高値  
(9日のダウ引値で11011ドル)に押し上げたものでした。それは、「アメリカにおける利  
上げの幕引き接近見通し」。加えてアメリカ経済の鈍化見通しも、一方でドルを押し下げ、  
一方では利上げ打ち切り観測補強となってニューヨークの株を押し上げた。

最も鮮明に「米利上げの打ち止め」を市場に意識させたのは、12月13日に行われた  
FOMC 議事録の公開(1月3日)でした。その全文は連邦準備制度理事会(FRB)のHPに  
「<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20051213.htm>」のURLで掲載されている  
ので見て頂ければ良いのですが、一番のポイントとなる文章は以下のようになっている。  
少し長くなりますが、引用します。

「The Committee agreed that several changes in the wording of the announcement  
to be released after today's meeting would be appropriate. The federal funds rate had  
been boosted substantially, and, in the view of some members, it was now likely  
within a broad range of values that might turn out to be consistent with output  
remaining close to potential. In these circumstances, the Committee thought that  
policy should no longer be characterized as accommodative. Members concurred that  
the statement should note that the expansion remained solid despite elevated energy  
prices and hurricane-related disruptions. While inflation and long-term inflation  
expectations remained contained, the Committee agreed that the announcement  
should indicate that possible increases in resource utilization, as well as elevated  
energy prices, had the potential to add to inflation pressures and that "some further  
measured policy firming is likely to be needed to keep the risks to the attainment of  
both sustainable economic growth and price stability roughly in balance." Although  
future action would depend on the incoming data, this characterization of the outlook

for policy was seen by most members as indicating that, given the information now in hand, the number of additional firming steps required probably would not be large. Some members thought that the word "measured" was no longer necessary, but its retention for this meeting was seen as potentially useful to preclude a possible misinterpretation that the Committee now saw a significant possibility of adjusting policy in larger increments in the near future. Wording of the announcement along these lines was not expected to have a substantial effect on market expectations for policy, though such effects were especially difficult to judge given the extensive changes being made to the statement. The members agreed that the announcement should end by noting that policy will respond to changes in economic prospects as needed to foster the Committee's objectives.

13日の前回 FOMC 会合後に発表された声明のワーディングのいくつかのポイントに関して述べられていて興味深いものだが、その後「今後の行動に関してはこれから入ってくるデータ次第だが、現時点での情報から政策余地という観点で見れば、大部分の FOMC 委員は必要となる追加引き締め措置の回数は多くはないと見ている」と訳すことが出来る文章がある。

13回連続している今回の連続利上げ局面の残りも、「多くはない」と読める文章で、昨年末までの「利上げはまだ続く」との市場の見方との乖離が鮮明となった。この乖離が、外国為替市場ではドルを押し下げ、一方ニューヨークの株式市場では株価を押し上げた。FOMC の議事録を素直に読むと、次回（1月31日の FOMC）の利上げは確定的として、その後はもう状況次第と判断できる。

### 《 Goldilocks switch or soft patch 》

経済指標も、FOMC の議事録の方向性を正当化しているように見える。少なくともこの年末年始から連休にかけて出てきた数字はそうである。最も市場が注目した米12月の米雇用統計（1月6日発表）は、非農業部門就業者数の増加数で市場予想の20万人を大幅に下回る10万8000人の増加。11月の増加幅が大幅に上方改訂（21.5万30.5万人）されており、またこれで31ヶ月連続の増加となったものの、市場が受けた印象は、「予想より弱い」だった。

この弱さをどう受け取るかが重要なポイントだ。アメリカの新聞を読んでいると、再び「Goldilocks」という単語と「soft patch」という二つの単語が登場する。前者と考えたのが株式市場で、むしろ後者に近いと考えたのが外為市場と考えることも出来る。株式市場は、「利上げを打ち止めになるアメリカ経済の理想的な、熱過ぎも、寒過ぎもしない経済」を念頭に置いたと言うことでしょう。一方それが「soft patch」的な展開になるとまで想定すると、外国為替市場でのドル安は理解できることとなる。

もっとも、ドルと円との関係で年末から今までのドル安・円高を考えると、季節的な特殊事情も忘れてはならない。昨年後半のドル高・円安は、もっぱら日本の投資家の外貨買いを背景とする。海外投信や先物取引を通じての外貨買いが円安の背景。ところが、日本が伝統的な休みの間には投信の設定もないし外貨買いが一時的凧の状態になる。その結果、日本の休みの間には円高が進みやすいという状況がここ数年ずっと繰り返されている。

日本の外国為替取引が正常な形になるのは今週からだろう。ポイントは、昨年後半と同じような勢いの外貨買いが市場に出てくるのかどうか。最も直近で見たウォール・ストリート・ジャーナルの記事には、「Poor Start for Dollar Signals Tough 2006」という記事があった。つまり年初の最初の一週間が安い推移だったのは、今年一年のドルにとって悪しき兆候（ドル安の年といった）かもしれない、という記事。この記事がドル安になるかもしれない背景としてFOMC議事録による「利上げ打ち止め観測」以外に挙げているのは

「Other factors also may be conspiring against the dollar. Domestically, there are signs that the housing market is cooling, and a lobbying scandal in Washington could bog down efforts to pass new laws. Legislation that allowed U.S. companies to repatriate earnings at a discounted tax rate expired for most companies at the end of 2005.」（住宅市場の冷却、ワシントンでのロビー活動に関するスキャンダル、米企業の利益ドル転の終了など）

しかしこの記事は、「The market is indecisive right now」というアナリストの言葉も引用している。つまりマーケットは今年第一週は下げたが、その後については方向性に迷っているという指摘だ。ニューヨークの株はその年最初の一週間の動きに一年左右される傾向があるが、為替はそうは簡単ではないとの理解。筆者は、

1. ドルは、残り回数が少なくなったと言ってもまだ利上げモードにある通貨であり、特に日本の金利水準と比べれば非常に高い金利を持つ。また日本の投資家にとっての高金利通貨（オーストラリア、ニュージーランド、ポンドなど）に関しては、日本からの資金は依然として集まり易い
2. 日本の投資家の外貨への流れ（資産の一部を外貨にする動き）はまだ始まったばかりであり、また昨年末の急激かつ大幅な円高への調整を経て、外貨は再び買いやすい水準になってきている
3. ドル安基調の定着によるアメリカへの資金流入の細りは、同国自身が困る事態の発生を意味し、アメリカにとっても選択肢として賢明ではない

などの理由から、基調的な円高局面が始まったとは考えていない。ドルもその他の高金利通貨も、東京の外国為替市場正常化の中で再び円安をトライする可能性が高いと考える。

しかし、相場全体に関するパーセプションの問題を取り上げるならば、昨年末のドル高期待、その一方で諸外国通貨に対する円安期待が行き過ぎていたことも確かであり、その意味では年代わりと言うこともあり今年のドルは昨年と比べれば遙かに脆弱だろう。しかし筆者はそのことを認めながらも、円を取り巻く資本の動きの大きな流れ故に、今年も基調は円安であると今は依然として考えている。

### 《 good start for Japanese economy 》

日本の景気は順調なスタートを切ったようだ。何よりも消費の現場が熱い。日本経済が内需主導型の成長を開始した兆しが強く見える。むろん、寒い冬で消費者の一時的な需要が高まっているという特殊事情もある。街を歩けば良く分かるが、今年は街を歩く人がいつもの年より明らかに一枚多く着ている。つまり厚着をしている。それほど寒いのである。

その結果、もう大部分のデパートでは冬用に用意したコートがかなり品薄になってきているとの報道もある。確かに年明け早々から始まった冬物のセールは、今年はあまり見かけない。「今年はコートの安売りはもうない」という人もいる。今年伊勢丹の三が日の売り上げが26億円と同デパートの同時期としては史上最高となったと伝えられているのは、特殊事情を勘案しても日本の個人消費のパターンが変わって、しかも強くなってきているのが分かる。

消費者は現在の所得よりも、将来の所得への確信から消費するというのが私の見方だが、今年の場合はそれが一番良く現れる気がする。今年企業は正社員を増やさざるを得ない年だ。また給与も上げざるを得ない年でもある。消費者はそれを敏感に感じ取っている。日本の景気回復が、富士山を上から引っ張ったような去年までの形からより裾野の広いものになることは、その継続性を担保する上でも非常に重要なことである。

今週の主な予定は以下の通りです。

- |          |   |
|----------|---|
| 1月9日(月)  | 東京市場休場(成人の日)<br>米アップル、「マックワールド」開催(~13日)<br>米アトランタ連銀総裁講演 |
| 1月10日(火) | 11月家計調査(全世帯)<br>米11月卸売在庫                                |
| 1月11日(水) | 11月景気動向指数(速報)<br>英中銀金融政策決定会合(~12日)                      |
| 1月12日(木) | 米11月貿易収支<br>ECB理事会                                      |
| 1月13日(金) | 11月機械受注<br>12月景気ウォッチャー調査<br>日銀支店長会議                     |

米 12 月生産者物価指数

米 12 月小売売上高

米 11 月企業在庫

### 《 have a nice week 》

年末年始から連休と、皆様はいかがお過ごしでしたか。前の文章でも書きましたが、今年は本当に寒い。昨日も横浜に所用があって出かけましたが、去年の比べると皆一枚多く着ている。去年と同じ格好だったのは着物姿の新成人だけでした。それだけ寒いのです。

去年から今年に掛けては、筆者は再びインドに行っておりました。なにやら今になってニューデリーは寒波に見舞われているようですが、私が居た 1 月 4 日までは非常に暖かかった。インドは 2004 年の年初に行って以来約 2 年ぶり。またその報告はここでも機会を見てしますので、お楽しみに。

いろいろな意味で、常識を変えさせられる旅でした。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)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》*