

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1826号 2006年05月08日(月)

《 bearish mood for the dollar 》

連休中、ドルが一段安の兆しを示しましたので、この間の経緯とそれに関する私の評価と分析を簡単に記します。併せて、今週の予定をご覧下さい。

日本と中国が連休中の先週の外国為替市場では、基本的にドルは「上値が重い状態」で推移しました。週末の引値を見ても、ドル・円が112円台の半ば、ユーロ・ドルが1.27ドル台。もっともこのドル安ムードは、金曜日にもニューヨーク時間に入って顕著になったもの。それまでは「ドルの頭は重いが、(日本の連休もあった)市場は基本的には動意薄」と言った状況だった。ドル・円はその間、殆ど113円台で推移。

週の最後の金曜日にドルが安くなった背景に関しては

1. 米4月の雇用統計で見た非農業部門の就業者数の伸びが13万8000人とエコノミストの予想と3月の改定値(20万人増)をともに下回り、強さが目立った最近の米経済統計の中では久しぶりに「弱さ」を感じる米統計になった
2. この結果、今週の米FOMC(10日)を控えて改めて「米金利上昇の天井は近い」との思惑が強まり、米金利頭打ち感が外国為替市場で充満した
3. その一方で、ヨーロッパの金利に関しては先週のECB理事会では「据え置き」となったものの、トリシェ総裁を含めてECB全体が「6月の利上げ」には極めて積極的な姿勢を示し、これがアメリカと日本を含む他の先進国との金利差縮小シナリオに支援材料となった

などが挙げられる。もっとも、日本は休みで、安くなったドルを買う需要も限られた中で、「真空地帯の中を一時的にドル安が進んだ」という印象は残る展開だった。よって、本来のドルの強さは、今週からの市場の動きを見る必要があると言える。

しかし、個別の材料は別として、今の市場が全体的に「ドル安センチメント」の強い展開であることは否定しようがない。前2号で書いたが、事の始まりは「何もない」と思わ

れていたワシントンでの21日のG7だ。最近になく「仕掛け的な会合だったのではないか」と思われたことから出発している。当局は否定にやっきで、「市場は思い違いをしている」と言っているが、市場のセンチメントの流れとして今までずっと「ドル高ムード」で来ていた中で、「ドル安ムードが新鮮」という雰囲気がある中で、市場は全体としては「ドルの底値を試したい雰囲気」の展開だと言える。先週までの2号で書き足りなかった部分を記すと以下の通りとなる。

まずG7に至る経緯と、その時の、特にアメリカの通貨当局の思惑を推測すると以下のようなものだったと考えられる。

1. G7の直前のワシントン・ポストへの寄稿やG7声明で付属文書を出したことでも分かるとおり、アメリカ、特にスノー財務長官は増え続けるアメリカの経常収支赤字に対して強い懸念を表明しようとした（責任者としての責任感からだと思われる）
2. そうすることによって、アメリカにとって目障りな国の通貨である中国の人民元を切り上げに追い込み、アメリカの赤字削減（ごくわずかだが）と議会の対中不満解消を狙った
3. その枠組みとして、IMFという中国も加盟するが、アメリカが強い影響力を持つ国際機関に、対外収支不均衡と通貨調整に関して「multilateral surveillance」（多国間監視機能）を持たせようとした

日本ではG7声明付属文書の「We recognized the important contribution that the IMF can make to multilateral surveillance.」という最後の文章に注目した人は少なかった。実はこの点が重要だったのですが、とにかく「ああ、アメリカが久しぶりに自国の経常収支赤字に代表される世界的な不均衡問題に真剣なまなざしを向けた」ということは、市場の人間にも分かったし、実際にそれ以降の外国為替市場ではジリジリと全般的にドル安が進んだ。

G7直後の段階で、円は112円台、ユーロは1.26ドル台を付けた。もっとも、その際における為替の動きは日本のマスコミが一方向的に報じていたような円高ではない。実際には、円はポンドなどの通貨に対しては下落しているからだ（原油高の影響で）。その後、為替相場は先週の半ばを通じてドル反発の動きがある中で、週末に再びドル安に転じたという展開。

G7の付属声明はそれなりにG7、また米通貨当局の懸念の在処を明確に示したとして、その際に忘れられた重要なポイントは、スノー等のあまり為替に詳しくない米財務官僚達が、「ドル安は望まない」ということを明確にしなかったことだと思われる。もっとも、少

し事情を知っている人間なら常識だった。今のアメリカは毎日10億ドルだったか20億ドルだったか、いずれにせよ多額の資金流入がなければ回っていかない経済になっている。持続的ドル安が起きれば、誰も資金を入れなくなる。それが一番アメリカは怖い。長期金利が大幅に上がるからだ。

G7の第一のターゲットが全般的なドル安にではなく、人民元にあったことは明確だ。しかし、G7以降人民元は突如として切り上げのペースを緩くする。これはある意味では、国際的に自分の国を追い込もうとしたアメリカに対する「中国の逆襲」にも私には見える。「IMFの監視に晒すとは何事……」というわけだ。ブッシュ・胡錦濤会談がG7前後にはあると思われていた1ドル=8人民元の水準突破(元高)はなかなか実現しなかった。

G7声明(と付属文書)とアメリカが最も動かしたかった人民元が逆に止まったことから、アメリカが言い出した「国際的な不均衡」に対する市場の懸念再燃は、「ではドルを安くする方向で間違いないだろう」という形で顕現化した。一番驚いたのは言い出したアメリカだ。5月1日の日経夕刊には、「(G7声明でドル売り強まる)米、火消しに躍起」という面白い記事がある。この記事には二人の米通貨当局者の言葉が並んでいる。

「G7会議で人為的なドル安を協議したという報道があるが、それは誤りだ」(バーナンキ、27日に議会で)

「アメリカは強いドル政策を変えていない」(スノー、28日にテレビで)

本当に言うべき事を最初に言うべきだったのにそれを言わなかったのが、一番望まない形でドルがジリジリ下方修正してもしかしたら歯止めがきかなくなる可能性が出てきた。それで焦ったというのが実情だろう。アメリカの満たされぬ欲求を言うならば、「アメリカへの資金の流入が止まらない形で、ドル安が進んで欲しい」ということだが、これは資金を入れる側からすれば、「あり得ない話」だ。

《 IMF=an agency for the UNITED STATES 》

そこで問題は、「じゃアメリカはIMFに何を期待したの?」と言うことになる。恐らく最近人民元の引き上げを強く主張しているIMFが、中国に対する人民元切り上げ圧力を代行してくれる(いや、代行させる)と思ったのだろう。

しかし実際に言うと、G7が通貨調整をIMFにしてもらおうと思った過去はない。1985年のプラザ合意の時に、IMFの関係者が呼ばれていたという事実はない。だから、次のようなエコノミスト誌の「Would a second Plaza agreement make sense?」という記事の最後の指摘になる。

「The Plaza Hotel closed last year. Many of its rooms are being converted into flats. The IMF may find that the political fashions that made the Plaza agreement possible

are also a thing of the past. The Americans are quite receptive to the fund's new role, but largely because they think the fund will do some of their China-bashing for them. America's Treasury has explicitly rejected the idea of current-account targets of the sort envisaged by Mr Cline, and it is hardly going to raise taxes just because the IMF asks it to. This week the Chinese, less pliant than the Japanese of yesteryear, were also keen to point out that it was not the fund's job to tell them what value the yuan should be—not that the fund could answer that question even if it wanted to. The fund should make the most of its role as master of ceremonies, but it will never be the master of currencies.」

一刀両断的に冷たい。あの歴史的に有名な財務相の会談の舞台になったプラザ・ホテル（セントラルパークから見て、セントラルパークサウスが一番左にあった）も昨年閉鎖され、その大部分は高級アパートになった。「プラザ・ホテル」は過去の話です。スノーは「増税はしない」とワシントン・ポストの記事では言っていたし（明確ではなかったが）、中国も IMF の言うことなんか聞かない。アメリカは対中国で手の出し場所を変えたが、バックラッシュにあっているというのが実情。

そういう意味では、市場もちょっと神経過敏だったと言える。しかし市場というのは、そういうものだ。もともとドルは天井感（特に対円で）があったので、一回下に行かないともう一回上を試せないという事情もあった。そして今回のドル安には、「アメリカの金利も頭打ちかも」「日本や欧州の金利は上がるかも知れない」という相対的金利格差縮小思惑があった。

しかし筆者は、「それは違う」という気もする。特にアメリカの金利天井説に対しては。当のバーナンキが27日の議会証言で、

「In particular, even if in the Committee's judgment the risks to its objectives are not entirely balanced, at some point in the future the Committee may decide to take no action at one or more meetings in the interest of allowing more time to receive information relevant to the outlook.(1) Of course, a decision to take no action at a particular meeting does not preclude actions at subsequent meetings, and the Committee will not hesitate to act when it determines that doing so is needed to foster the achievement of the Federal Reserve's mandated objectives.(2)」

と言っているのだから。マーケットは(1)にばかり注目しているが、私は(2)も重要だと思う。なぜなら、利上げを休んでも、その後は今の原油高からしてまた上げになることは明らかだからだ。バーナンキが言っているのは、「金融政策の効果が出てくるにはラグがある。それを見たい」と言っているに過ぎないと思う。

先々週の末のことになるが、CNBCの記者 Maria Bartiromo に対してバーナンキは、「the

media misinterpreted his comments in congressional testimony last week as too lenient toward inflation.」と述べたと伝えられる。どこでこんなことを言ったのかと思ったら、「a White House correspondents' dinner」だという。まあ、ホワイトハウス詰めの記者の食事会にバーナンキが出てきたのでしょう。そして彼女は隣に座ったと理解できる。

その意味でも注目されるのは、今週のFOMC後に発表される声明である。FOMCそのものはFF金利誘導目標の5%への引き上げがほぼ確実視されている。打ち止め感を前面に打ち出すのか、それとも休止を休止する方向を打ち出すのか。もしBartirromoが言っているように、市場がバーナンキ発言を「too lenient」(lenientは「大目に見る」)に理解しているとしたなら、FOMC声明はそれをある意味で打ち消すものになる可能性がある。

こういう諸点をまともに考えると、市場の二つの誤解(G7、バーナンキ証言)によって生じたドル安ムードはそれほど奥の深いものには見えない。ドルは疑心暗鬼を残しながらも巻き返す可能性が高いとも言える。しかし、依然として「ドル安ムード」が相場心理としてはそれ以前のドル高ムードよりは新鮮味が強いことは間違いない。

今週の主な予定を先週分から引いてくると以下のようです。

5月8日(月)	B I S 定例中央銀行総裁会議(バーゼル)
5月9日(火)	米3月卸売在庫
5月10日(水)	3月景気動向指数(速報) 4月工作機械受注 米F O M C
5月11日(木)	米4月小売売上高 米3月企業在庫
5月12日(金)	4月景気ウォッチャー調査 米3月貿易収支 米5月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報)

《 HAVE A NICE WEEK 》

先週の号で、「来週はなし」と書きましたが、連休中はややドル安に動いたし、今週も面白い展開になると思われる予定があるので、ちょっとまとめておきました。いろいろなところで文章を書いていますから、それもまとめる形で。

連休中はいかがでしたか。番組を抱えていると、なかなか長い休みが取れない。私にはあまり普通の週と変わらない一週間でした。もっとも昨日はゴルフをしました。「あの雨の中」と言われそうですが、朝は降っていたものの、プレーを始める頃には止み、スルーでやって終わるまで曇りの天気。大利根です。ゴルフ場は空いていました。天気予報で「雨だ」と言われて来なかった人が相当いたと見られる。しかし、陽も照らずに良いゴルフ日和でした。

思ったのは、連休中は人と車の流れが普段と全く違う、という点。突然止まったり、方向転換したり。普段その場に慣れている人ほど当惑するのではないか、と思える。日本と全く同じ時期に毎年中国も連休。中国はもう一度10月に連休がある。

それでは、皆様には追い一週間を。

《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。》