

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1855号 2006年12月11日(月)

《 lowest trading range since the floating 》

今回の号は今年の外国為替市場を振り返ると同時に、来年を展望してみたいと思う。まず一体今年の外国為替市場の特徴はどうだったのか。以下の一覧表を見て頂きたい。

	High	Low	sp	
06年	119.88	109.00	10.88	(先週末まで)
05年	121.40	101.68	19.72	
04年	114.88	101.84	13.04	
03年	121.88	106.74	15.14	
02年	135.14	115.54	19.60	
01年	132.08	113.54	18.54	
00年	115.06	101.40	13.66	
99年	124.75	101.25	23.50	

(データ出所：Bloomberg)

これは過去8年間(今年は先週末まで)のドル・円相場の高値、安値とそのスプレッド(spで表示)を表示したものである。一目瞭然だが、過去8年間を見ると、今年の残るあと半月余の間に高値・安値を更新しないと仮定すると、2006年の上下幅10円88銭は最も狭い範囲の値幅だったということになるし、実は以下に解説するように、1973年2月の変動相場制以降でもっともナローな値幅の年となる。以下は筆者が2004年12月20日に書いた文章である。(「<http://www.ycaster.com/news/index.html>」の「<http://www.ycaster.com/news/041220.pdf>」に全文)

『先週若手に手伝ってもらって調べました。変動相場制が始まって以来のドル・円相場の年間変動幅を。そしたら2004年はドル・円の高値が5月15日の114円90銭、安値が12月03日の101円83銭。その幅は13円07銭(上記表との3銭の差は統計ソースの違いによる)。そこまで調べた上で、ブルームバーグの端末にある1971年以降のドル・円相場の年間変動幅をすべて計算しました。変動相場制開始以来で2003年までで一番年間変動幅が小さかったのは1996年の13円27銭。今年はいくらまでのところそれを20銭下回っている。つまり、今年が「変動相場制始まって以来最も狭い値幅の年」になる可能性がある。まだ終わっていませんので、「可能性」です。

(注=実際にそうでした)

1971年に何があったかと言えば、むろんニクソン・ショック(金ドルの兌換停止フロートへ)です。たしか8月15日。私はまだ大学生だった。その年はドル・円の高値は固定相場制時代の臭いを残す358円44銭、安値は314円96銭。この年の12月にスミソニアン合意(新レートの設定でフロートから固定相場制への復帰努力)があった。変動相場制が始まったのは、確か1973年2月です。その年は年間20円84銭動いていて、ドル・円の高値は314円96銭、安値は294円12銭。

では変動相場制始まって以来最も相場が動いた年はいつか。まじまじと記録を見ていて、変動相場制開始以来でドル・円相場が年間の高値・安値で60円以上動いた年が2回あることに気づいた。いつだと思いませんか。一つは1978年、もう一つは1985年。ともに、アメリカが主導して為替相場を動かした時です。1978年はカーター大統領のドル防衛策(為替市場への協調介入強化、300億ドルの介入資金の調達、公定歩合の1%引き上げ9.5%へ)。この時私はニューヨークにいました。今でも鮮明に覚えている。177円とか8円とかの相場が一気に190円台に駆け上ったのを。確かニューヨークの11月末日、東京は12月01日に入っていた。この年の年間変動幅は65円37銭。

もう一つは ? これは多くの人が直ぐに答えられる。1985年のプラザ合意です。カーター・ドル防衛策の翌年の79年には、ドルは高値で既に250円85銭に達した。その200円台のドル高値が5年以上続いて、アメリカ経済は巨額の貿易赤字に悩むようになる。そこで開かれたのが、ニューヨークのセントラルパーク・サウスにあるプラザホテルでの先進国財務相・中銀総裁会議。プラザ合意(為替レートの調整により対外不均衡の是正が可能、為替レートは各国のファンダメンタルズを反映すべき、為替レートの調整は主要通貨の対ドル・レートの上昇で行う)の成立は9月22日。この年の年間変動幅は、62円55銭。

つまり、ドル・円為替市場における「暴」は、いずれも「官」によって引き起こされている。外国為替市場関係者が「官の意向、特にアメリカ政府の意向」を気にするのは、過去の実績から相場を一番一方向に動かせるのは損得では動かない「官」、それも特にアメリカ政府の政策意図であることを知っているからだ。統御しない自由な市場は、「利益」を狙う資金が跋扈する世界だから、ある程度一定方向に行くと利食いの動きが出る。つまり反対方向。従って、市場は揺れ、「波」となるのが自然である。ということは、仮にアメリカが貿易赤字に耐えられなくなって為替相場を一方向に動かす決意をすれば、来年は大相場の一年になるということです。歴史的に見てもそうなる。

年間変動幅が13円の小幅だった年は今年(これまでのところ)、1996年以外にも過去にある。それは2000年だ。今年と極めて似たレンジで、高115円06銭、安101円40銭の13円66銭。それ以外にはない。この1996年、2000年、そして今年に共通するのは、アメリカの大統領選挙があった年だ、ということだ。つまり、

過去3回の経験則で言うと、「米大統領選挙の年は、ドル・円為替相場は動かない」。もっともこの3回とも、相場レンジは110円台半ばの高値、100飛び台ローの安値で共通している。100円を目前にすると動けなくなる、という心理的要因もあるかもしれない。ちなみに円の最高値、ドルの最安値は1995年の79円75銭。この時のことは今でもよく覚えている。

「年間変動幅」と言ってもいろいろな取り方がある。相場の主要な波を合計するトレード型の考え方も出来る。それを一定の条件をかませれば、また別の視点も出てくるだろう。また面倒でやらなかったが、年間変動率（どこかを分母にして）を計算すれば、いつの年間変動率が小さかったかが出てくる。しかし既に少し触れたが、1996年のドル・円相場も、高値116円45銭、安値103円18銭と似たようなレンジ、2000年もそうだから、率でも最近では今年が最低かもしれない。』

つまりドル・円に限って言えば、2006年の為替市場は2004年（年間13円強）よりも静かであり、相場制始まって以来の狭い値幅だったということである。その上下はわずかに年間10円88銭。年初には円高観測、円安観測の両方があったが、なぜこれほど相場が狭い範囲の変動で済んだのか。それは2004年にもある程度解説したとおり、ドル・円相場には目立った政治的圧力もかからず、日米間の経済関係安定化の中で、円高になれば海外に資金を動かす傾向が強まり、円安になればそれ以上の円安に警戒感が台頭して円高に戻ったということを繰り返したということである。

ドル・円相場の動きを過去8年で見ると、ドル・円の頭は収斂しつつも頭が重い状況になりつつあると言える。その一方で円はポンドやオセアニア通貨に対しては大幅に値下がりする局面が多かったので、市場全体を鳥瞰すると「円安が進行した」というイメージを残した。しかし改めてドル・円を検証すると、極めて膠着した展開だったといえるのである。

円がポンドなど他通貨に対して値下がりしたのは、もっぱら金利ファクターによる。むろん、金利は高くても去年末のニュージーランド・ドルのように対円で急落する（確か円は80円台の後半から60円台に急騰）場面を見せた通貨もあった。

《 lower but sometimes sharply higher yen 》

こうしたこれまでの動きを見た上で、来年の相場はどうか。正直に言って過去2年よりかなり予測が難しいと考えている。なぜなら、過去2年間は円の金利が各国通貨に比べて極めて低い中では、そしてまた円のレベルが比較的円高と言える水準では、「金利ファクターによる円安」を読んでいれば良かったのである。実際にドル・円の動きは収斂の度合いを深めたが、高金利通貨に対する円相場の軟調は顕著だった。むろんニュージーランド・ドルを初めとして去年の末に見せたような急激な円高局面もあったが、その取引期間の大部分を通じて、円は高金利通貨に対して弱く推移したし、その弱さは最近のポンド・円相場の動きにも端的に示されている。その状況は変わっていない。

しかしその一方で、各国通貨に対する円の妥当なレベルに関する議論は尽きないにしても、長年相場に取り組んできた人間として、例えば230円近いポンド・円相場、150円台のユーロ・円相場がどうなのかと言えば、やはり「円安が過ぎている」という印象がする。ユーロ・円などユーロが弱いときは80円台があったのだから、最近為替市場に参入した人ならいざ知らず、少し長い目で為替市場を見ている人間からすれば、「ちょっと円安が進みすぎている」と感じる。少なくとも私はそうだ。

最近のニュースで面白かったのは、欧州のブランドメーカーが縫製を含めて日本で製品の仕上げを行う方針を固めたというもの。円が対ユーロでこれだけ安くなれば、欧州から見て日本は「製造コストが安い国」となってもおかしくない。一方、日本の旅行者が欧州に行ったときのコスト（ホテル代や食事などの円換算価格）は、非常に大きなものになってきたということである。これは、変動相場制が始まって以来ほぼ一貫して円高を経験してきた日本人にとって、初めての経験と言える。

しかしでは円高が持続的に起きると考える根拠も、環境も今のところはない。円高を求める政治的圧力は、アメリカからも欧州からもあまり強くない。政治的な通貨高圧力は依然として人民元などに向いていて、2004年12月20日に指摘したような形での、国際的な、政治的な円高圧力はない。

加えて、円資産を持つ魅力は株式市場の利回り、債券利回りを諸外国と比較・勘案すれば大きいとは言えない。引き続き円は金利を考えれば資金の調達元であって、運用は高金利通貨市場ということになる。当然ながら日本の投資家、広く言えば預金者もこの行動を続けている。しかし、一方で筆者が何回も指摘しているとおり、円相場の発射台が過去にない円安に傾いていることも確かなのである。

こうしたことを勘案しながら、2007年の相場を予測すると以下のようになると思う。

1. ドル・円相場は、かなり煮詰まってきているここ数年のトレンドを続けながらも、アメリカ経済の鈍化のリスクと日銀の利上げの可能性を取り込む形で、過去数年よりはドルが軟弱に傾く場面を増やすことになる。その結果、ドル・円相場のレンジの下限を昨年よりは下げて105円とし、一方でドルの対円での高値を125円としたい。年間10円ほどに縮小した取引レンジは、2007年は多少広がる可能性が高いと考える
2. 円のその他通貨に対する展開は、今年よりも回数多く円高局面を織り込むことになる。それは円の欧州通貨、オセアニア通貨に対する安値トレンドが進みすぎたと思える状況を勘案しての予測である。しかし基調として、金利面から見たときに円で資産を持ち続けることの魅力のなさは念頭に置いておく必要があり、一端円高になっても円安圧力は強いと考えられる

2007年の相場を考える上では、北朝鮮情勢の急展開の可能性、世界の市場の中では出遅れた日本の株式市場が盛り上がる可能性、世界各地で発生するかも知れないテロの影響、世界的な資源高の影響など雑多な要因を考えなければならない。しかし、そのいずれも過去8年間でそうであったように金利ファクターほどには大きな影響力を持続させないと考える。

今週の主な予定は以下の通り。

12月11日(月)	11月消費動向調査 米10月卸売在庫
12月12日(火)	11月国内企業物価 米10月貿易収支 米FOMC
12月13日(水)	10月国際収支 10月鉱工業生産(確報)・設備稼働率 シン・インド首相来日 米MBA住宅ローン申請指数 米11月小売売上高 米10月企業在庫
12月14日(木)	11月首都圏マンション販売 OPEC総会
12月15日(金)	12月日銀短観 10月第3次産業活動指数 10月景気動向指数(改定値) 臨時国会会期末 米11月消費者物価指数 米12月NY連銀製造業景気指数 米11月鉱工業生産・設備稼働率

先週発表の米雇用統計は市場の予想より強いものでした。非農業部門の就業者数は13万2000人の増加となっており、失業率も5年来の低い水準を維持。9月と10月の就業者数も4万2000人上方改訂されており、この結果直近3ヶ月の就業者数増加ペースは月間14万9000人と今年の平均と変わらない。つまりこの統計を見る限りでは、アメリカ経済が減速している兆しはない、ということだ。ウォール・ストリート・ジャーナルは「アメリカ経済は、住宅と自動車のスランプを相殺・克服しつつある」と書いた。建設、自動車など製造業の雇用減少は、ビジネス・サービス、ヘルス・ケア、それに旅行業での雇用増加で相殺されているという。

こうした事実を踏まえるなら、今週開かれる FOMC で何らかの金利面の操作があるとは思わない。引き続き注視、というスタンスを続けるだろう。注目されるのは日銀短観から日本銀行の政策決定会合（18 から 19 日）への一連の流れである。筆者は最近の福井総裁を初めとする日銀関係者の発言を聞いていると、マーケットが抱えている印象以上に「日銀は利上げを敢行するのではないか」という気がする。彼等の発言の行間から「やりたい」という意志が聞こえて来るような気がするのである。

二つ理由があると思う。アメリカ経済が減速する以前に日本の金利ののりしろを作っておきたい、0.25だと、一回下げられるだけである。そしてもう一つは世界の中で日本の金利が突出して安い現在の状況をなるべく是正して、円相場が過度に安くなる状況を避けたい。安倍さんと福井さんがどういう話をしたのか知らないが、福井さんは「状況次第で」というようなことを言い、安倍さんは「成長重視でお願いしたい」というようなことを言ったのでしょ。

そういう意味で、15日の短観は見物です。予想外に弱い数字が出ると、日本銀行が動く余地は狭められる。逆に強い数字が出ると、日銀は動く理由を一つ増やせる。

《 have a nice week 》

今週はインドのシン首相が来日する。これに先立ち日本政府は先週5日に、塩崎官房長官ら関係閣僚による海外経済協力会議を開き、対インド支援の基本方針を確認し、この中でインドを経済支援の最重点国と位置付け、(1)インフラ整備(2)エネルギー・環境問題、社会開発での連携(3)科学技術など民間分野での交流 を重視して推進することを決めた。塩崎長官は閣議後の記者会見で「基本的な価値観を共有する日印間の戦略パートナーシップを一層高めていく」と強調。

まあそうですね、インドは世界最大の投票権者を持つ民主主義国家。「基本的な価値観を共有する」というのは、そういう意味でしょう。共産党の一党独裁の中国とは違う、と。私もこの考え方には賛成です。ただし、インドの民主主義も数多くの問題を抱えている。世界の他の国にないような問題です。

筆者は来年の初めに日経出版から「ITとカーズト：インド成長の秘密と苦悩」を出版します。最終ゲラチェックが終わった段階。シン首相が来る今週くらいに出版されれば良かったのですが、ちょっと日経さんの都合で遅れた。しかし今までの日本のインド本にはなかった分析をしています。ご参考にして下さい。

今週が最後になるか、来週もあるかといった日程になってきました。皆さんには良い一週間をお過ごし下さい。

《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(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。》