

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2036号 2010年09月27日(月)

## 《 market will test the will of the government 》

今週は介入の意図と手法を問われる一週間になりそうな気がする。何よりもドルの頭が重い。アメリカ経済の重さを反映したもので、それは後で取り上げる FOMC 声明にも見ることが出来る。アメリカの市場は、株式市場や債券市場を含めて「FRBによる新たな緩和」を予測して動いている。その結果として生じているのが、アメリカでの株高、債券高で、それは外国為替市場ではドル安を誘発するケースが多い。実際に先週のニューヨークの株式市場は続伸ペースだったが、ドルは続落ペースだった。

筆者は先週金曜日の外国為替市場の85円台へのドルの一時的急騰が、日本の当局の覆面介入だったのか、そうではなかったのかは知らない。多分違っただろう。日本の介入だったらもっとしつこくやったはずだ。多分大きな買いが入ったことと、白川・日銀総裁の辞任など根も葉もない噂があったせいだ。だからニューヨーク市場のドル・円相場の引けは84円すれすれまでドル安になった。今週からの問題点は

1. 介入は覆面、非公開になるにせよ、マーケットが82円台を再び試すときに当局がどう出るのか
2. 介入慣れしてくる市場と当局がどう対峙するのか
3. 介入して、相場をどこに持っていこうとするのか

などとなる。市場の歴史を見ると、金融政策などに支援されないと介入は長い目で見て成功しない。今の日本で介入の成功を担保している政策は希薄だ。

---

ドルに下方圧力がかかっている背景は、アメリカ経済の弱さである。その一つの象徴が FOMC 声明で、筆者は発表された直後に読んで「悲しくなるほど自信のなさそうなもの」と思った。FRB はアメリカ経済の先行きを思い、悩んでいる。それが分かる声明だ。しかし、直ぐに行動することは避け、新たな金融緩和策を今回は先送りした。しかし FOMC は「いつでも、新たな金融緩和策は打ち出すぞ」との決意を示した。

読むと、第一パラグラフの景況判断に関しては「but」と「though」が多いことに気がつく。景気に留保条件を付けているのだ。加えて「slow」(鈍化した)とか、「continues to be weak」(引き続き弱い)、「remain reluctant」(依然として気乗り薄)、それに「at a reduced

rate) (悪化したペースで) といった表現も目立つ。つまり、FOMC は今のアメリカ経済をとっても心配している。

景気の悪さを懸念しているだけでなく、デフレ懸念も表明している。第二パラの頭の「Measures of underlying inflation are currently at levels somewhat below those the Committee judges most consistent, over the longer run, with its mandate to promote maximum employment and price stability.」は明らかにそれでしょう。「最大限の雇用促進と物価安定というFRBの責務 (mandate) を果たす上で妥当・合致したレベルをやや下回った物価指標が出ている」と訳せる。

しかし FOMC は、現行の超低金利と言える FF 金利誘導目標を維持し、「reinvesting principal payments from its securities holdings.」(再投資による国債保有量の維持) の現行金融緩和の政策を続ける、と結論を下した。新たな緩和策を打ち出すにはやや時期尚早のイメージがあるのだろう。しかしながら、「新たな緩和策」実施への決意溢れる印象を市場に与えながら「The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and is prepared to provide additional accommodation if needed to support the economic recovery and to return inflation, over time, to levels consistent with its mandate.」と宣言した。

つまり、「アメリカ経済を経済見通しと金融情勢の変換の中で引き続き監視し、景気回復と物価水準をその責務に合致したレベルに引き上げる為に必要と判断したら、追加緩和を行う用意がある」と。これが多数派の意見です。しかし、今回も一人「今のような緩和状態さえ必要ない」という FOMC 委員がいる。Thomas M. Hoenig で、数回前の FOMC からずっと彼は同じ事を言っている。「今の緩和策、FF 金利のターゲットなどは将来の不均衡の種」と。

筆者は FOMC 声明の全体的な印象からして、昨年6月のリセッション終了宣言にもかかわらず、National Bureau of Economic Research's Business Cycle Dating Committee が指摘する「アメリカ経済の弱さ (複数)」が顕著であることをよく FRB は認識しており、次回の11月2日から3日にかけての FOMC 以前に、電話会議などによって FRB が緩和策を打ち出す可能性は十分ある、と見たい。

「Information received since the Federal Open Market Committee met in August indicates that the pace of recovery in output and employment has slowed in recent months. Household spending is increasing gradually, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Business spending on equipment and software is rising, though less rapidly than earlier in the year, while investment in nonresidential structures continues to be weak. Employers remain reluctant to add to payrolls. Housing starts are at a depressed level. Bank lending has continued to contract, but at a reduced rate in

recent months. The Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, although the pace of economic recovery is likely to be modest in the near term.

Measures of underlying inflation are currently at levels somewhat below those the Committee judges most consistent, over the longer run, with its mandate to promote maximum employment and price stability. With substantial resource slack continuing to restrain cost pressures and longer-term inflation expectations stable, inflation is likely to remain subdued for some time before rising to levels the Committee considers consistent with its mandate.

The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. The Committee also will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings.

The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and is prepared to provide additional accommodation if needed to support the economic recovery and to return inflation, over time, to levels consistent with its mandate.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; James Bullard; Elizabeth A. Duke; Sandra Pianalto; Eric S. Rosengren; Daniel K. Tarullo; and Kevin M. Warsh.

Voting against the policy was Thomas M. Hoenig, who judged that the economy continues to recover at a moderate pace. Accordingly, he believed that continuing to express the expectation of exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period was no longer warranted and will lead to future imbalances that undermine stable long-run growth. In addition, given economic and financial conditions, Mr. Hoenig did not believe that continuing to reinvest principal payments from its securities holdings was required to support the Committee's policy objectives. 」

### 《 a dangerous divide 》

この週末に読んだ為替関係の新聞記事では、「On the Secret Committee to Save the Euro, a Dangerous Divide」というウォール・ストリート・ジャーナルの記事が一番面白かった。この記事によれば、今年5月に「ユーロ崩壊」の一步手前まで事態は緊迫化したという。その原因は、ギリシャ危機対応を巡るサルコジ・フランス大統領とメルケル・ドイツ首相と

のパーソナリティの激しい衝突や、「 Deep differences on economic policy between Europe's frugal north and laxer south, between Germany and France, and between national governments and central EU institutions」であり、それが「 hindered an effective early response to the crisis」だったという。

実に長い記事で、とても全文は紹介できないのでお読み頂ければ良いのですが (URL は [http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703467004575464113605731560.html?mod=WSJASIA\\_hps\\_LEFTTopWhatNews](http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703467004575464113605731560.html?mod=WSJASIA_hps_LEFTTopWhatNews))、記事はスパイ小説より面白い。この記事の中には、メルケルがサルコジに対して「I won't let you do this to me.」と述べた下りが紹介されているが、これは迫力がある。サルコジ大統領がメラクルーを連れてメルケル首相との会談に臨もうとしたときの事だという。

なお同紙には前原外相のインタビューも載っていて、円相場に関する部分を抜き出すと以下ようになる。

「Q: How does Japan justify its recent yen intervention?

A: In the discussion between President Obama and Prime Minister Kan yesterday there was talk about the renminbi. President Obama said to Prime Minister Kan that the yuan should be revalued. On the other hand, with respect to the Japanese yen, the yen has strengthened, more than indicated by the actual strength of the Japanese economy. There (were) also some speculative moves. So with a very strong determination on the part of the Japanese government, any further appreciation of the yen should be stopped. And with such a strong determination, intervention took place. Going forward, there may be a possibility for the Japanese government to show its very determined intent. Even so, Japan (would) maintain a very close coordination with the United States and European countries and will explain the position of Japan. 」

---

今週の主な予定は以下の通り。

9月27日 (月)	8月企業向けサービス価格 米8月シカゴ連銀全米活動指数
9月28日 (火)	米7月S & Pケースシラー住宅価格指数 米9月コンファレンスボード消費者信頼感指数
9月29日 (水)	日銀短観 (9月調査) スペインで労働市場改革反対の24時間ゼネスト ポルトガルで緊縮財政反対デモ

9月30日（木）

8月商業販売統計  
8月鉱工業生産（速報）  
8月住宅着工  
米4～6月GDP（確報）  
米9月シカゴ購買部協会景気指数  
独9月失業率  
EU財務相理事会

10月1日（金）

8月労働力調査  
8月家計調査  
9月都区部／8月全国消費者物価  
9月新車販売台数  
たばこ増税実施  
米8月個人所得・支出  
米8月PCEコアデフレーター  
米9月ミシガン大学消費者信頼感指数（確報）  
米9月ISM製造業景況指数  
米8月建設支出  
米9月国内自動車販売  
ユーロ圏8月失業率  
中国・香港市場休場（7日まで／国慶節）

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。今朝起きてコンピューターを立ち上げて外気温を見たら17度。つい10日前くらいには30度だった記憶があるから、随分短期間の間に寒くなったものです。今朝の東京は雨で寒いとはいえ、こんなに短期間で10数度も寒くなるのも珍しいし、体には過酷です。体調にはお気をつけください。

パリーグは劇的なソフトバンクの優勝。しかし喜ぶ秋山監督や小久保、杉内、川崎など選手の顔を見ながら、「おめでとう。しかし喜ぶのはクライマックス・シリーズに勝ってからにしろ」と思わず心の中でつぶやいてしまいました。今のセパ両リーグには、過酷な日本シリーズ進出権を巡る争いがある。私の記憶では、ソフトバンクはこのクライマックス・シリーズをあまりうまく戦い抜けていない。セリーグはまあ中日の優勝でしょう。依然として阪神の優勝には厳しい条件がある。しかし今年は、なぜかセリーグの試合消化が特に遅れている。

相撲も面白くなってきた。今週はテレビを見られない状態の時、午後6時を数分過ぎただけで、「(ケイタイの)速報が遅いな」と思うようになった。白鵬の連勝が気になっての事ですが、ひとまず場所が白鷗62連勝で終わって、次からは来場所の楽しみとなる。白鵬が

恵まれた環境にいることは確かです。一人横綱。日本人の力士に彼を脅かしそうな力士は今はいない。豊真将などに期待はしているのですが、ちょっと上との対戦が弱すぎる。魁皇には期待しているのですが、今場所もダメだった。琴欧洲は精神的に弱いし、把瑠都はもうちょっと強くなれないと駄目。

しかし、「連勝を続ける」ことは、実に実に大変だと思う。一瞬の判断ミスが負けに繋がる相撲ですから。そういう中で白鵬は55連勝まで来た。残るは明治以降では双葉山の69連勝のみ。この二つを単純に比べることは出来ない。確か双葉山は3年かけて69連勝した。一年に開催する場所の数が違うし、当時は確か「制限時間」というのがなかった。テレビ中継を6時に終える理由はなかったのだ。

それでも、朝青龍にぶつかっては負けていたときの白鵬を知っているだけに、よくここまで強くなった、と思う。精神的にも強くなった。先の場所でNHKが中継をやめたときには、「相撲が死んでしまう」と懸念を表明。今回の優勝力士インタビューも、「自分は運がある。しかし運は努力した人間にしかこない」と良いことを言っていた。

相撲は世界の様々な国で中継されている。モンゴル、ブラジル、ハワイなどなど。そういう意味では、「国内事情」だけでの中継中止は良くない。もっとも、相撲界は「不祥事の連発」を二度と起こしてはならない。

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。》*