

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1698号 2003年09月01日(月)

## 《 Snow week 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. 今週は「Snow Week」とも言える週で、そのアジアでの一挙手一投足、発言が大統領選挙までのアメリカの為替政策の行方を指し示すものとなる。中国だけに「切り上げ」「市場介入の抑制」を要求する今までの姿勢を貫くのか、それとも日本にも働きかけの範囲を広げるのか。アメリカの製造業界は大統領選挙を控えてブッシュ政権に対して人民元切り上げを中心に為替関連の要求を高めている
2. アメリカの切り上げ圧力拡大を事前に阻止する狙いがあったのか、8月27日に終わった一ヶ月間に日本の通貨当局はドル買い市場介入をしなかった。今年7月末までに9兆円とも言われる巨額の介入をしたのと対比的で、この財務省発表は先週金曜日の東京市場から欧米市場にかけて円が116円台に進むきっかけとなった。ニューヨーク円の高値は、116円15銭。しかし、その急激な円高に対して、日本の通貨当局は介入を行ったようである。ニューヨーク市場の引けは117円前後
3. この一ヶ月ぶりの介入に関しては、「スピード調整」という見方と、「ロード・ブロック」(そこで流れを止める)的介入の継続という見方の両方がある。8月の「介入なし」月間後の最初の介入がどちらの性格を持つかは、今後の為替相場を見る上で重要である。今年初めから7月までの日本の通貨当局の介入は明らかに「スピード調整」ではなく、「ロード・ブロック」的であり、115円以上の円高は認めないという性格のものだった。印象として、かなり強引だった
4. 当局をめぐる環境の変化はある。日本の景況感は回復し、株価も回復した。多少の円高が株安に直結しない状況もある。一方で、総裁選挙・総選挙を控えた日本、大統領選挙を控えたアメリカの政治状況が出てきた。外国為替市場での新たな兆候としては、ドルが対円だけでなくユーロに対しても弱い展開を示し始めたことだ。外国為替市場は大きな曲がり角に立っているとも思える

先週末の海外市場で日本の通貨当局が介入したかどうかは、直ちに確認はできない。しかし、例えば週末のウォール・ストリート・ジャーナルの為替記事などでは、在ロンドン

の複数の日系銀行に属するディーラーの話として、「円が116円15銭に上昇する過程で、117円ちょうど116円40銭の二段階で日本の通貨当局がドルを買った」(dealers at Japanese banks in London said they saw the Bank of Japan buying dollars around ¥117, then ¥116.40, as the U.S. currency worked its way to a session low of ¥116.15.)と報じられている。介入はあったと考えられる。あったとすると、どの分類に入る介入か。状況的には、「スピード違反」を理由に介入してもおかしくなかった。「スピード違反」なら、国際的にも受け入れられ易い。

今年上半期から7月にかけての介入は、「115円防衛」を念頭に、場合によっては117円台でも118円台でもドル押し上げ介入する、というものだった。いわゆる「ロード・ブロック」的な介入である。よって7月までと同じように先週末に日本の通貨当局が介入したとしても、日本の介入姿勢が「レベル防衛、さらには押し上げ」スタイルから、「スピード調整」に変化したとも取れる。とすれば、考えられていた「115円の防衛ライン」はどうなるのか。116円台だからスピード調整のように振る舞ったのか、それともそれは115円台でも114円台でも変わらないのか。これは見てみないと分からない。

先週金曜日の為替市場における一つの特徴は、円が116円台に急速に円高に移行した中でも、対ユーロなどのクロス・円は大きくは円高に移行しなかったことである。例えば、ユーロ・円は128円半ばで、それ以前に127円台が何回もあった事を見ればむしろ対ドルでの円高の中でも、ユーロ高・円安になっている。その理由は、ユーロなどの通貨に対してはドル安進行。海外の為替市況には、「ドルは円に対しては一ヶ月ぶりの、ユーロに対しては一週間ぶりの安値を付けた」と記述されている。マスコミの見方も、「ドル安」に焦点が移ってきている。

### 《 more pressure against Chinese currency 》

ブッシュ政権の中では、「政策の売り込み屋」以上の働きを今までしてこなかったスノー長官だが、今週月曜日からのアジア歴訪は、何を喋り、どう行動するかはかなり注目されよう。なにせ、アメリカで為替政策のスポークスマンと言えば、「大統領以外では財務長官」という重要な地位にある。

アジア歴訪を控えた同長官の為替に関する本音とも言える部分に関しては、日曜日の日経新聞に「元切り上げでは協調だが.....円ではさや当ても」(日米財務相あす会談)という小さな記事がある。この中に『「人民元も問題だが、日本も少しやり過ぎだ」。日本の財務省幹部によると、スノー長官は公式には口を閉ざしているものの、内々には日本の為替介入に不快感を示している。』という文章がある。

これを日経記者に語っている日本の財務省幹部の名前は出ていないが、スノー長官の経歴、基本的な考え方などからして、極めて説得力のある話だ。同長官は口に出す通貨の名前を「人民元」に限っているものの、「為替市場への介入」に関しては、出来る限り抑制す

べきだと繰り返し述べている。日本の通貨当局の7月までの行為は、明らかにこれに抵触する。それを知っているからこそ、日本の財務省は8月27日までの介入を差し控えたと考えられる。しかし29日には放置すれば115円割れも、ということで介入せざるを得なくなった、と理解できる。

では、スノー長官はなぜ「公式には口を閉ざす」ことを余儀なくされているのだろうか。それは多分、ブッシュという大統領の存在だろう。スノー長官はサミットの前に為替に関して喋り、それをブッシュ大統領によって結果的に覆された過去がある。かつブッシュ・小泉のラインは強い。スノー長官は「円に関しては、例えば小泉が次期総理になるまでは喋るな(困らせるな)」と言われている可能性もある。また、日本の介入資金がほぼ全額アメリカの国債に投資されており、それがなかったらアメリカの金融市場がもっと金利上昇という混乱事態になった危険性があることもあるだろう。

その辺の綾が、彼の月曜日からの訪日、訪中などで明らかになるという点で、実に興味深いし、今後の為替相場の動向に影響を与えようと思慮することが可能なのである。整理しておく、

1. スノー財務長官は日本とタグを組んで中国に実質的な人民元の切り上げを求めるために来る。その点に関しては、日米と、それに対峙する中国という図式だ。しかし中国はなかなかこれに応じないだろう
2. ブッシュ政権が人民元切り上げを狙うのは、全米製造業者協会など中西部の製造業(繊維やその他中国と競合する産業)中心に、中国への不満が高まっているためであり、それを大統領選挙の前に片づけるか、汗をかいた証拠を残して票につなげたい。その意味では、スノーは重い責任を負ってアジアを歴訪する。しかし成果が確実に出る展望は見えない
3. こうした中で公的な場では発言は控える可能性が強いが、スノー財務長官が対中姿勢との整合性から見ても、日本に露骨なドル買い・円売り介入に抑制を求めてくる(どのような形式を取るかは不明だが)可能性が高い

ということである。そういう点を総合して考えるならば、対ドルで円が高値追いをしばらく続け、その過程で日本の通貨当局が難しい対応を迫られる可能性が高いということである。

### 《 weaker dollar ahead 》

では、ドルは対欧州通貨ではどうか。ドルはこれまで対欧州通貨では反発局面を続けてきた。対ユーロで1ユーロ = 1.19ドルから、1.08ドル台に。しかしここに来て、ドルに対欧州での上げ疲れの兆候が見える。それがドル高局面での小休止なのか、むしろ対円と歩調を合わせたドル安の始まりなのかはまだ形が見えない。しかし筆者は後者の可能

性が強いと考えている。確かにアメリカ経済の成長力は第二・四半期の GDP 改定値で見て 3.1%と他の先進国を凌駕している。

しかし、米国内の見通しでも 2004 年度には 4800 億ドルになる見通しの財政赤字と、年間 5000 億ドルに達する可能性のある貿易赤字を抱えるアメリカの通貨が、たとえ成長力の弱い欧州の通貨に対しても、持続的に上げるには限界があると思える。それを左右するのは市場の見方と実際の資金の動き。ユーロが対ドルで高値に進んだ 2001 年間の動きについては、アメリカから欧州に大きな資金の動きがあった。現在はむしろアメリカの高い成長力を頼りに、アメリカに資金が入っている状況と言われる。

問題は、今後もそれが続くかどうかだ。筆者はそろそろ頭打ちになる可能性が強いし、それが先週末の為替市場の動きに出ていると考える。さらに、そもそもアメリカ政権が今までのようなペースでの対ユーロでのドル高を望まないと考えられるし、資金を動かす方もそれを承知しているだろう。また双子の赤字の存在も、アメリカに資金を移動するに当たってのリスクである。成長は投資の誘因だが、だからといってその国の通貨が強くなりすぎれば、それはリスクのある投資としかならない。その意味では、対ドルとは違って既にかなり円高に進んでいるクロス円の円高は、あってもペースは鈍るし、場合によっては反転する可能性が強い。

ドル・円での円高傾向は、どのようなペースで、どこまで進むだろうか。一つのポイントは、やはり 115 円である。日本の財務省が 115 円を「一段の円高阻止」の防衛ラインにしてきたのは、日本の製造業の採算レートが 114 円前後にあると思われていたからだ。実際のところ、このところの日本の円相場はその水準以上には円高に行っていない。それは、財務省の強力な介入があったためである。

その意味で、市場がもし「この介入ラインが解除された」と理解した場合には、市場は円の高値をトライしていくことになるだろう。その場合に起きるのは、株安・債券高だと思われる。今のところ債券は円高にあまり反応していないが、円高が進む過程ではデフレ懸念の再台頭と日本の景気に対する先行き不安が台頭して、債券利回りが低下する可能性が高い。一方で、株価は輸出セクター中心に下落しよう。そのケース、つまり株反落、債券相場の反発の状況において、円高の限界が見えてくる可能性が高い。

そうした一連の可能性や、分岐点を念頭に置いた上で、日本の財務省がどのような介入スタンスを取るかが今週は注目されるのである。

今週の主な予定は以下の通りです。

9月1日(月)

厚生年金基金の代行返上開始

スノー米財務長官来日(～2日)

米国株式市場休場(レーバーデー)

9月2日(火)

7月ユーロ圏失業率

米8月ISM製造業景況指数

9月3日(水)	福井日銀総裁が名古屋で懇談・会見 米7月建設支出 米8月自動車販売 英中銀金融政策決定会合 スノー米財務長官が訪中(～4日) 北朝鮮最高人民会議
9月4日(木)	4～6月法人統計 8月財務省景気予測調査 米8月ISM非製造業景況指数 米7月製造業受 米第二四半期労働生産性(改定値) 独仏首脳会談 APEC財務相会合(スノー財務長官出席) ECB理事会
9月5日(金)	7月景気動向指数(速報) 7月家計調査(全世帯) 米8月雇用統計

これまでアメリカ経済には強い指標が続いてきたが、今週発表される「ISM指数」「雇用統計」などで改めて同国経済の強さを市場は検証することになる。予想外にアメリカ経済の弱さを示す材料が出れば、目新しいだけに市場はそれを相場に織り込もうとするだろう。

### 《 have a nice week 》

今日から9月ですか。今年は本当に夏がなかった印象がする。ここ数日暑くてもどこか秋の臭いがして、いわゆる夏の暑さではない。こういう年もあるのですな。長い地球の歴史の中には氷河期もあるし、暑かったときもある。だからたった一年くらい暑かったり寒かったりしても、それは特に異常ということはないのでしょう。地球の気まぐれの部分もあるのかもしれない。せいぜい衣類を着始めてから7万年の人類の歴史から見れば、今年の世界的气象変動は異常に感じられるのですが。

こういうことがあると直ぐに「人類が地球を汚染したからだ」という意見が出てくるのですが、最近私が読んだ「環境危機をあおってはいけない 地球環境のホントの実態」(文藝春秋)は面白い本でした。分厚い。しかし、それは膨大な資料を分析したからで、いわゆる「おきまりの定説」「社会に一般的に受け入れられた考え方」を一度は疑ってみることの必要性を教えてくれている、と思う。

これを読みながら、環境主義者が主張する「今にも窒息しそうな地球」と、当面の未来を信じなければ出てこない「世界的な株高」の共存が、タイムフレーム以外のところで理解できたような気がした。つまり、株を買うに当たっての「楽観論」と、環境主義者の「悲観論」の共存の謎。まあこれは奥の深い問題ですが。

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](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》