

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1702号 2003年09月29日(月)

《 regime change rocked the mart 》

レジーム、つまり「115円より円高はない」という2年半続いた体制の転換は、先週このニュースで予想した通り、世界の金融市場を動揺させました。その動揺は今後も続くでしょう。市場の一部は液状化している。こうした中で、ドルが自力により対円で大きく反発する見込みは少ない。動かざるを得なくなるのは、恐らく日本を含めた通貨当局です。

筆者は、ドル安とともに先週の世界の金融市場を動揺させた OPEC の日量90万バレルの減産決定にも、「ドル安の影」があったのではないかと見ている。OPEC の声明にはそのことは書いてないが、過去の経緯を見ればそうだろう。石油価格はドル建てで、そのドルの下落は OPEC 諸国にとって実質減収要因となる。ドル建ての輸入ばかりではないからだ。OPEC の閣僚達の頭には、「イラクの原油の世界市場への登場」のみでなく、「ドル安見通し」「その自国経済への打撃」が浮かんでいたに違いない。

目に見える形で「ドル安」の影響を一番大きく受けたのは、世界の株式市場だ。ニューヨークのダウ平均は3.4%の下げにとどまったが、Nasdaq の週間の下げは6%に達した。Nasdaq と同じ幅だけ下げたのは東京の株式市場だ。6%下げ組にはともに「valuation fears」があったのは確かだが、ドル安は明らかに両方の市場の価格調整を誘発した。

「ドル安」の持つ世界の金融市場への打撃が「一部液状化」で済んだ一つの要因は、世界的な債券相場の堅調である。それが特に顕著なのは、アメリカの債券市場で金曜日の引け段階を見ると、指標10年債の利回りは4%割れ寸前のレベルである4.01%、30年債は5%を大きく割って4.95%。10年債の利回りは日中の取引で4%を割り込んだが、これは今年7月18日以来である。

米債券相場の上昇には、「下げすぎの調整」の側面がある。モーゲージがらみの財務省債券売りが金利の上昇を加速し、今はその巻き戻しの買いで金利が低下している、とも言える。債券市場の目がドル安よりは、株価の大幅下落や景気先行きを懸念させる兆候（ミシガン大学消費者信頼感指数、鉱工業生産など）に向いている間は、ブッシュ政権の懸念は半分で済む。しかしこれが今後、ドル安からの米市場への資金流入の先細り懸念から債券安、株安のトリプル安になれば、ブッシュ政権も「液状化阻止」に動かざるを得なくなるだろう。

株価の下落だけでも、長く金融市場のワーキングを見てきたわけではないスノー財務長官や、為替管理体制を削減した米財務省はヒヤリとさせられているに違いない。先週の二

ニューヨークの株式市場は、「週末ぐらいは反発するのではないか」との予想を裏切って金曜日もダウ平均で33ドルほど続落した。9月末という特殊要因があったにせよ、ニューヨークの株式市場の地合いは弱い。アメリカは日本より遙かに株依存の国で、株価の下げが持つ意味合いは大きい。

《 higher yen ahead 》

展望はどうか。筆者は、ドルが自力で大きく対円で反発する可能性は当面少ないと見ている。ドル・ユーロを見ていると、対ユーロではドルは水準を保っているように見える。これは恐らくアメリカとヨーロッパの景況を見ても、資金の動きを見ても、特にヨーロッパに資金が入る要因がないからだろう。

しかし、日本に関しては貿易収支のバランスを見ても、資金の流れを見てもドルに入る資金よりも、円に資金がより多く入る環境が整っている。何よりも、今年これまでに10兆円もの介入を行って初めて115円以上の水準を保てたという事実が、ドルと円の需給が円フェーバーになっている、バランスが傾いていることを物語っている。円が予想外にせいぜい110円台で止まっているのは、介入懸念があるからだろう。日本から大規模にアメリカに投資資金が入る兆候はない。それは恐らく100円を割ってからだ。

今週も円は110円割れを試みようとする展開になるだろう。ブッシュの政治的人気が陰りを強め、株は軟調になって金融市場に動揺の兆しが見え、強気一辺倒だった景気に関する弱気指標への注目度合いが高まりつつある。またイラク情勢は少しも好転の兆しを見せていない。ポイントは債券市場だ。債券市場が値上がり続けているうちは米政府も強気でいられる。

日本の通貨当局はG7にもかかわらず「為替市場に関わる原理原則は変わらない」(谷垣大臣の日曜日のテレビ発言)というのであれば、逆に110円割れなどでの介入の試みも必要になる可能性がある。しかし恐らく日本の通貨当局が一番恐れているのは、「介入が恒常的に成らざるを得ない事態の発生」だろう。それだとG7前と変わらずに、「柔軟な為替制度」を織り込んだ声明を出したG7の面子、もっと言えばアメリカの面子をつぶすことになる。

だから、当局は介入するにしても「あとが恒常化しないレベル」「市場がドルの底値を確認でき、その後はドルが反発するレベル」を探しているのだろう。介入で一番面子が立つのは、「disorderly」ファクターだ。しかし先週の為替市場はどう見てもそうではなかった。円高のスピードはとても遅かった。

Nasdaqと同じく先週一週間で6%調整した日本の株式市場(日経225で)だが、ニューヨーク市場との違いは、引け味だと思う。東京は反発し、ニューヨークは下げた。本来なら、株式市場に上場されている銘柄にとってのドル安のメリットは、アメリカにあるはずだ。ブッシュ政権もそういう声に押されて円相場の柔軟化に動いた。しかし、市場には別の論理がある。「ドル安(見通し) アメリカへの資金流入の減少 金利上昇 景気への

打撃 株安」というシナリオだ。今はこの論理が株式市場にのみ当てはまっている。

アメリカがリスクを避けながら選挙目当ての政治的欲求を見たそうとしたら、ドルには「いつでも反発する気配」を残しながら、そしてそれによってアメリカへの資本の流入を継続しながら、メイン・ストリート（米産業界）が要求しているドル安のレベルを達成することである。しかしこれはなかなか難しい作業となろう。そうだとすると、ドルが当面円に対して大きく自力で反発するのは難しい、という結論になる。

対円でのドル安が「ドル全面安」に発展するかどうかは、ユーロの動きがカギを握っている。

《 unemployment figures in Japan and U.S. 》

今週の主な予定は以下の通りです。

9月29日（月）	国会で各党代表質問（～30日） 米8月個人所得・支出
9月30日（火）	8月家計調査 8月完全失業率 8月鉱工業生産 米9月コンファレンスボード消費者信頼感指数 米9月シカゴ購買部協会景気指数
10月1日（水）	9月日銀短観 9月自動車販売 福井日銀総裁講演 米8月建設支出 米9月ISM製造業景況指数
10月2日（木）	テロ対策特別措置法を衆議院で審議 米8月製造業受注 ECB理事会
10月3日（金）	テロ対策特別措置法、衆議院通過の見通し 米9月ISM非製造業景況指数 米9月雇用統計

今週は指標が多い。一番注目は日本の短観とアメリカの雇用統計でしょう。期明けというのも気にした方が良いでしょう。日本の短観が予想通り良い場合には、多少の円高を織り込んだ上で、株価の堅調回復のきっかけになるかもしれない。アメリカの雇用統計は重要だ。週間ベースの新規失業保険申請者数は40万を割るようになっている。しかし、月間の統計は政治的にも非常に重要で、また非農業部門の就業者数が大きく減少するようなら、ブッシュの政治的人気が一段とピンチになる可能性がある。

先週いつだったか忘れましたが、CNBC だと思ったのですが、早朝のテレビで民主党の大統領候補の討論会をやっていて、それをしばらく見ていたら、やはりクラーク元 NATO 司令官が目立っていました。弁舌爽やかな印象。週末の新聞では、「最後はヒラリーが出てくる」といった観測もあるのですが、今のブッシュだと再選は時間の経過とともにチャンスが失われているように見える。市場は徐々に、来年の大統領選挙をファクターとして織り込むことになるでしょう。

《 have a nice week 》

週末は二日とも良い天気でした。秋は食事がおいしい。上海蟹は既に市場に出てきているし、これからは松茸も出てくる。良い季節です。

土曜日は富士山麓に居ましたが、ある大きなレストランに行ったらハンガリー・フェアをやっていて、彼の国の物品や料理が数多く紹介されていた。その中に「〜料理」、いや鱈（なます）料理があって、考えてみたら今まであまり食べたことがないので食べてみたのです。歩行運動を一緒にした4人で。

なんと淡泊なことか。あの姿形からは想像も出来ない。まあ実に人類はいろいろなものを食べてきた。そういえば、「もの食う人々」(でしたっけ)という面白い本もありました。本と言え、今塩田丸男さんが書いた「河豚」に関する本を読んでいるのですが、いろいろ面白い事が書いてある。

フグは日本人にとっては海の魚なのに、「河豚」とはいかに。それは、中国では世界で唯一フグが川、具体的には黄河、揚子江にあり、捕獲できるからだという。だから中国ではフグを「江豚」とも書くという。また「河豚」の「豚」は、「美味」の意味で使われる漢字で、「河豚」には「川で取れる一番おいしいもの」の意味があるという。

海からしかフグを捕らない日本人にとっては、フグは実際には「海豚」なのだが、漢字の本家である中国ではこの漢字は「イルカ」の意味に使われている。複雑なのです。あと、どうやらフグは生来の毒魚（毒を体内で作り出す）ではなく、どうやら好んで食べる貝などの毒を貯めているらしいこと、その証拠に養殖のフグには毒がないこと、「フグ」はどうやら昔は「フク」と濁らずに発音したらしいこと（山口県では今でもそうらしい）、フグの毒は青酸カリの13倍の強さであること、天然と養殖の他に放流フグというのがあること、フグの毒は体のどこどこにあると決まっているものではなく、実際には神出鬼没であることなどが書かれている。なかなか面白い本でした。

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) 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》