

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1758号 2004年12月13日(月)

少し遅れましたが、来年一年間の為替相場予想を行いたいと思います。ここ数年の年末作成の「来年の為替相場予想」を見ると、必ず出てくる言葉がある。それは「ドルの脆弱性」です。

なぜ「ドルの脆弱性」が年末の予想に繰り返し登場してくるのか。当然ながら、それはドルが基軸通貨の重みを背負っているにもかかわらず、それを十分担保するだけの健全性を持っていない、心配なことがいくつもあると市場が思っているからである。今の市場の話題は「アメリカの貿易、財政という双子の赤字」で、これは確かにアメリカのドルを長期保有するに際しての懸念材料だ。特に貿易の赤字は極めて構造的要因が強い。これに関しては、グリーンSPAN FRB 議長も将来的な懸念材料として認めている。構造的であるが故に、「ドルの脆弱性」は繰り返し取り上げられるだろう。

だが、一方でユーロや円に基軸通貨としてのドルからその地位を奪い取るだけの強さ、盤石さが無いのも事実である。基軸通貨になるには、世界経済で圧倒的地位を占める経済、外交力、世界を納得させる理念、軍事力など「当該通貨を保持することの安心感」を担保するいくつもの要素が必要だが、ユーロにはそれらは揃っていない。日本の円もそうだ。

基軸通貨であるドルに不安はあるが、どの他の通貨もそれにとって代われない状況は2005年も続くだろう。どの通貨をどのくらい信じられるか、どの通貨に資産を置く方が有利かの「比較ゲーム」が今後も続くということだ。この基本認識は重要である。世の中には「ドル暴落説」が跋扈している。しかし、その議論が脆弱なのは、「ではどの通貨が取って代わるのか」の展望が欠落している点である。世の中にあるあらゆるモノやサービスの通貨的価値を表象するには、それに相応しい通貨が必要である。ユーロにも円にもまだその力はない。

2004年の為替市場を見ると、やはりドルの脆弱性が目立った。ユーロや円に対しては一時強くなる局面があったが、ドルが一貫して弱かった通貨群がある。それはかつて「高金利通貨」と呼ばれていた一群の通貨である。オーストラリア・ドル、カナダ・ドル、ニュージーランド・ドルなど。こうした旧高金利通貨に既に2003年の末から注目していた筆者は、昨年の末の予想に以下のように書いた。

1. 現在の高金利通貨国の経済は、80年代の高金利通貨国とはかなり違う。80年

代のこれら諸通貨の金利水準はしばしば二桁で、その高さを見ただけで経済の不健全さを感じさせた

- 2 . しかし、今は金利水準が一桁であり、相対的に高い金利水準は経済の相対的健全さの証とも思われる
- 3 . また、今の高金利通貨は「このデフレの時代に、経済がデフレにもならずにしっかりしている通貨」と見ることが可能で、こうした通貨は時にデフレで悩む円より魅力的に見える

事実、今年一年を通じてこれら通貨は対ドルで強く、もっと重要なのは対円でも強かったことだ。これら旧高金利通貨に共通しているのは、現状におけるデフレ基調の世界経済の中であって比較的金利が高いのに加えて、今の「人余り、資源・一次産品不足」の世界経済の流れにうまくはまっていることである。それによって資金が資本としても貿易の結果としても流入し、国内経済が好調なことだ。よってそれらの国の通貨は強くなった。

ドル・円だけを為替相場だと考える傾向が強い日本人にはよく理解できないことかもしれないが、2004年の為替市場で目立ったのは、ドルに対する円の強さではなく、円のドル以外の通貨に対する脆弱性である。旧高金利通貨は一時の高値よりは反落したものの、円に対しては強い動きを続けている。円はユーロに対しても弱い。日本のマスコミが騒ぐ円高は、対ドルという為替市場の局地戦の現象であるとも言える。こうした状況は今年も続くだろう。日本の金利は、依然として世界の中では例を見ないほど低い。故に、金利の高い通貨には魅力がある。それは銀行の窓口に行けば分かる。

2005年を考えるに当たってはいくつかのポイントがあると思う。アメリカはドルの脆弱性を惹起している双子の赤字の是正にどの程度取り組むのか、各国の金利の水準がどう動くか、各国の株式市場はどう展開するかなど。

大前提として、筆者は引き続き世界経済の展開は強いと考える。中国は既に成長率目標を2005年には従来の7%から8%に引き上げることを方針とした。中国経済に対する減速懸念は当たらないと考える。そしてアメリカ経済の基調も強いと考える。それは人口が依然として毎年1.0~1.5%増えているという他の先進国では考えられない状況にあることに加え、消費が強い状況が続くだろうという予測に基づく。アメリカが「双子の赤字」「過剰消費体質」などの問題を将来に先送りしているのは事実だが、だからといって問題が直ちに噴出すると考えるのには無理がある。これはグリーンズパンが言っている通りだ。

こうしたなかで、今は一休みしているが世界の金利水準は来年末にかけて再び上昇基調を強めるだろう。この中には日本の金利水準引き上げも視野に入ってくるはずだ。日銀審議委員の顔ぶれが代わったことも、金融政策の変更議論を高める筈だ。高金利通貨国の利上げの一服状態は来年の前半は続くかもしれないが、その後は再び上げに転じると見る。

当面世界で一番利上げペースがはっきりしているのは、アメリカである。今週は今年最後のFOMCがあるが、0.25%の利上げはほぼ確実視されている。2005年のFOMC開催予定はFRBのHPによれば2月1~2日、3月22日、5月3日、6月29~30、8月9日、9月20日、11月1日、12月13日に合計8回予定されているが、そのうちのかなりの回数で引き上げが行われるだろう。今のFRBの引き上げは「中立水準への戻し」であって、今の誘導目標2%が3%に上がって初めて「中立回復」となるはずである。このアメリカにおける利上げの継続は、ドルに対する支援要因になるはずだ。

ブッシュ政権の政策は組閣がやっと終わった段階で今からの予測が難しいが、財政の赤字解消にはかなり真剣に取り組むのではないかと。「健全な財政」はブッシュが属する保守陣営の基本的考え方、一つの重要な柱である。問題は増大が続いている貿易収支の赤字への歯止めだ。これは、今のアメリカの経済構造から言って相当難しい。アメリカには輸入している商品の国内産業が存在しないケースが多い。これは逆に言えば、赤字が恒常化していると同時に、ドル相場を多少動かしてもアメリカの貿易赤字が消えない構図になっているとも言える。ここにこそ、「ドルの脆弱性」が存在する。

しかし世界の資金はこの問題だけを見ているのではない。資金は基本的には第一に安心感、第二に投資効率を見て動いている。アメリカの金利水準が相対的に高くなり、かつニューヨークの株価の動きが順調なら（その可能性が強いが）アメリカに資金を置く優位性は高いから資金が入ってくる。この事情はその時にアメリカの貿易赤字が増加していても変わらない。こうした局面は2005年においてもしばしば起こるだろう。よって、一年間に何回もドルが「脆弱性の輪」から外れて、対円や対ユーロでも対高金利通貨でも反発する局面がくると見ている。ドル・円で見ると、ドルの高値は120円程度がありそうだ。

市場が注目しているドルの安値はどの辺になるのか。筆者は「100円を切るドル安・円高はあるかもしれないが、その期間は短い」との見方である。今の日本には、「長期的に見れば円安」の見方が支配的。日本の少子高齢化などを考えれば、円の高値追いには限界があり、何時始まるかは分からないが円安トレンドに入るのは時間の問題、との見方だ。この見方にはかなりの根拠があるし、日本の個人投資家の間にも広く共有されている。恐らく100円を切るような対ドルでの円高では、日本の個人も機関投資家もかなり腰の入った外貨買いを展開するだろう。ドル以外の通貨に対する円安は、長期的な円安が脆弱性の強いドルを除く他の通貨で始まっている兆候とも受け取れる。

従って、2005年一年間のドル・円のレンジは95円~120円と見たい。円とユーロに関しては大幅な円高はないだろう。円とユーロを持つとどの意欲はユーロにおいて強い。それは例えば外貨準備需要を考えてみてもそうで、円よりはユーロを持つとどの意欲の方が世界の投資家の間で強いだろう。よって、ユーロ・円は基調としては高値追いになると考える。155円近くがあってもおかしくないと考える。安値は125円程度か。

今週の主な予定は以下の通りです。

12月13日(月)	米11月小売売上高 米10月企業在庫
12月14日(火)	米週間小売売上(12月5日~11日) 米10月貿易収支 米11月鉱工業生産・設備稼働率 FOMC
12月15日(水)	12月日銀短観 10月景気動向指数(改定値) 米12月NY連銀製造業景気指数
12月16日(木)	ECB理事会 EU首脳会議(~17日、ブリュッセル) 米7~9月経常収支 米11月住宅着工件数 米12月フィラデルフィア連銀指数 11月北米半導体製造装置BBレシオ
12月17日(金)	11月国内半導体製造装置BBレシオ 12月日銀金融経済月報 福井日銀総裁記者会見 西武鉄道上場廃止 日韓首脳会談(~18日、指宿) 米11月消費者物価指数

《 have a nice week 》

昨日は寒い一日でしたね。午後に床屋に行ったのですが、その寒いこと。日差しもなかったし雨がちだったし。ふっと気が付けば12月も中旬。考えてみれば、この秋は出張が多かった。そして気が付けば年末。

年末になるといつも、「今年はどうな年だったかな」と思う。大規模戦闘の終結宣言があったにもかかわらず状況の悪化が続くイラク。来年は早々に選挙が予定されているが、その選挙自体が行われるのかどうか。そしてその後の展開はどうなり、イラクという国はいったいどうなっていくのか皆目見当がつかない。

アメリカの選挙もありました。世界中で強かった嫌ブッシュの風潮にもかかわらず、しっかりと現職大統領を再選した超大国アメリカ。アメリカが持つ力から言って、彼が世界全体の指導者であることに間違いないのだが、アメリカ国民はそういう要因からではなく、もっとドメスティックな宗教的・心情的理由でブッシュを選んだ。その齟齬をブリッジする方法は今のところない。

来年はどうなるのか。いつでも予想は難しい。人間の社会は、予想外のことが起きる。

誰にも未来を正確に予測できないという意味では、人間は誰もが浅知恵だ。来年もきっと、我々の「予想しないこと」が起きるだろう。しかしだからといって、人間の社会の出来事許容量は限りなく大きいようにも思う。

為替相場予想は、もっと大きな日本と世界は来年どうなる、という予測の一環。考えなければならぬ問題は山ほどある。

《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》