

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1808号 2005年12月19日(月)

《 well-expected rise of Japanese Yen 》

先週の円の各国通貨に対する反発は実に急激でしたが、1807号で予測したとおりの動きだったので、筆者として驚きはほとんどなかった。あえて言えば、予想していたよりやや足早で急激だったかなということと、円に対する各国通貨の押しが予想したよりやや深かったことだけ。

あれだけポジションの溜まりが明らかなわけだから、ドル、ポンド、オーストラリア・ドル、ニュージーランド・ドル、それにカナダ・ドルなどが対円で落ち始めれば、急激になるのは十分に頷ける。あとで取り上げるFOMCでの利上げ打ち止め観測などは、きっかけ程度の理由で、基本的には年末のこの時期に行き過ぎたポジションの巻き戻しが起こったと考えるのが自然です。

円の反発幅は、対ドルが約5円、対ポンドが7円、対ニュージーランドやオーストラリアに対して約6円強に達した。その結果、円相場の対ドル以外の通貨に対するレベルは、11月に入って円が各国通貨に急落する前の、相場が各国通貨に対してかなり揉んだレベルに戻った。ポンドで言えば205円前後(直前の高いところでは213円台があった)対オーストラリアでは86円台の半ば、対ニュージーランドでは79円前後。

円の対ドル相場は対カナダ・ドルと同じ動きで、揉む場面もなくこの数ヶ月は着実に円安が進む展開だったので、現在のレベルが以前揉んだレベルであるという表現は出来ない。やや大きな視点で見ると、今年初めのドル・円相場の出発点は102円程度だったので、それから見るとドルは約20円上げて、そして年末に5円下げたという展開。

問題は、円相場が各国通貨に対して一応の落ち着きどころを見つけたのか、それともまだ反発局面を続けるのか、はてまた横ばいから再び円安基調に戻るのかである。日曜日の日経新聞の為替市場予測を見ると、「波乱含み」というどっちに動いても良い予想になっている。

筆者の考え方は、先週の大きな円の反発でレベル、発射台はかなり水準訂正された、というものだ。もっと具体的に言えば、この水準(対ドルで115円、ポンドで205円前後など)を、この2ヶ月あまりのスピード違反という意味での行き過ぎた円安のかなり訂正された水準と考える。よって、円相場のもう一段の各国通貨に対する反発があるにしても、それは逆に「おそろおそろ売る」という水準であって、むしろ高金利通貨を買って円を売りたくなる向きが大きく増える水準だと思う。

つまり、今週の円相場は一段と高くなるよりは、むしろ再び売られる可能性が高いと思う。しかし、そのペースは小波乱を含みながらの、ゆっくりしたものになるはずだ。円急騰へのリスク感覚が蘇っているからで、結果として今週のマーケットは予想外に静かに、横ばいで展開する可能性もある。やはりスタート台の大きな水準訂正は、円を売って高金利通貨を持つメリットを高めるだろう。

ただし円安は過去2ヶ月ほどには急激には進まないだろう。なぜなら、先週の円急騰局面で踏まれた高金利通貨ロング（円売り）のポジションが数多くあり、円がドルを含む高金利通貨に対して下げてくる過程では「やれやれ売り（外貨売り）」が出ると予想されるからである。よって、今週は時々円の反発局面を織り込みながらも、基調的には再び円ショートポジションの造成含みで展開する週となろう。それを「波乱含み」というなら、日経の書き方は当たっている。急激な変化を受けた市場は、常に不安定だ。

この円相場の急騰で日本経済に何か影響があるかといえば、あまりないだろう。相場の変動は一定期間続いて初めて実態経済に影響を与える。極めて短い期間の相場レベルというのをマスコミは騒ぐかも知れないが、それによって約定された国際貿易と投資の金額が小さいという意味でも、実態経済に与える影響は少ない。

先週は自動車株などが売られた。確かに「1円違うと250億円の差」と言われる日本の自動車業界にあっては、5円も円高になるのは痛いかも知れないが、そもそも日本の自動車メーカーは予約レートの目安を110円に置いているのであって、それ以上の円安は予想外に良い品物が入っている福袋のようなものだった。その意味では、円安で過剰に上げた分の株価が、戻っただけとも言える。この円高によって日本経済の拡大ペースが落ちることはないだろう。

《 Fed rise might be in ending phase 》

アメリカでは先週、予想通りFOMCが0.25%の利上げを決定した。13回連続の利上げ。この結果、アメリカのFF金利誘導目標は4.25%となった。大きく変わったのは、利上げ発表後の声明文です。最初に掲げるのはまず前回（11月01日）の声明文の第二と第三パラです。

「Elevated energy prices and hurricane-related disruptions in economic activity have temporarily depressed output and employment. However, monetary policy accommodation, coupled with robust underlying growth in productivity, is providing ongoing support to economic activity that will likely be augmented by planned rebuilding in the hurricane-affected areas. The cumulative rise in energy and other costs has the potential to add to inflation pressures; however, core inflation has been relatively low in recent months and longer-term inflation expectations remain contained.

The Committee perceives that, with appropriate monetary policy action, the upside and downside risks to the attainment of both sustainable growth and price stability should be kept roughly equal. With underlying inflation expected to be contained, the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured. Nonetheless, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to fulfill its obligation to maintain price stability.

ここにあるのは、「monetary policy accommodation」「policy accommodation」などの表現に見られるように、「現在は緩和状態である。だから金融政策を中立に戻すには、そもそも緩和の解除が必要」という認識でした。accommodationは「調整、宿泊所、資金の融通」などに使われる単語で、金融政策で言えば「緩和状態」を指す。今が緩和状態、または緩和が過ぎた状態であるから、それを「can be removed at a pace that is likely to be measured」というような有名な表現で、「予測できる形で、慎重に除去していく」となっていた。

それに対して、以下に掲げるのが12月13日の今年最後のFOMCの後に発表された声明文の第二、第三パラです。一番に気が付くのは「accommodation」という単語が使われておらず、既に今の金融政策、政策金利が「緩和的であるという認識はなくなっている」こと。それはFOMCとして既に4.25%という短期金利水準が今の経済環境に対して「中立的な範囲」にまで入ってきたと認識していることを示している。

FF金利の水準が「中立地帯」に入ったとすれば、物価に対して何も圧力がなければ利上げはしなくても良いとも考えられるが、エネルギー価格のさらなる上昇、そして設備稼働率がさらに上昇すれば物価圧力が増す可能性があり、安定的経済成長と物価安定達成に対するリスクをほぼバランスの取れたものにするには、さらなるmeasuredな(予測可能な形での慎重な)利上げが必要になる可能性が高い」として、以下のように声明している。

「Despite elevated energy prices and hurricane-related disruptions, the expansion in economic activity appears solid. Core inflation has stayed relatively low in recent months and longer-term inflation expectations remain contained. Nevertheless, possible increases in resource utilization as well as elevated energy prices have the potential to add to inflation pressures.

The Committee judges that some further measured policy firming is likely to be needed to keep the risks to the attainment of both sustainable economic growth and price stability roughly in balance. In any event, the Committee will respond

to changes in economic prospects as needed to foster these objectives.

この声明を素直に読むところなる。「今回で13回目の連続0.25%利上げで、アメリカの金融政策は緩和的(accommodative)と言える状況を脱して、言ってみれば中立ゾーンに入ってきた。だから、今までのような中立地帯目指して機械的に0.25%の利上げを繰り返すことはもうない。しかし今は遊休施設に余裕のない稼働率が高い状態であり、またエネルギー価格も上がっているのだから利上げをしなければ継続的経済成長や物価の安定が危険にさらされる可能性が高い。だから利上げはまだ必要となるだろうが、その後は利上げしないかも知れない」と。

これには市場で二つの反応があり得る。「なんだまだ上げるのか」と「そうは言っても先は見えたな」だ。その後の外国為替市場の動きを見ると、後者の見方を取ったと見るのが自然である。ドル・円相場は大きくドル安に展開した。しかしこれは冒頭で述べたようにポジションの巻き戻しの面が強い。

筆者の素直な感想を言うと、FOMCの利上げはあと1~2回ということでしょうか。まあ1月は設備稼働率とエネルギー価格の下落がなければやる。つまり4.5%にFF金利を持って行く。しかしその後は状況を見ながらということです。だから、バーナンキが最初に迎える来年3月28日のFOMCは大変な思惑集中の、「あるのか、ないのか」のFOMCになる。

形を変えても「measured」という言葉を残したと言うことは、来年1月のほぼ確実視される利上げ、そしてもしかしたらあるかもしれない3月の利上げも、利上げ幅は0.25%になるということです。ただし、これまでの利上げと今後の利上げは意味合いが違う。今までは「中立への戻し」だったが、今後は「引き締め」に近い利上げになる。この違いは重要だ。

FRBがFOMC後の声明文に「measured」という単語を入れ始めたのは、ウォール・ストリート・ジャーナル紙によれば2004年の5月。その時のFF金利誘導目標は1%だった。思えば長い道を来たものだ。米短期金利はもう「中立地帯」。いずれにせよ、日本が来年の春に量的金融緩和の解除を議論する頃に、アメリカの金融政策における非常に異常な期間としての連続利上げ(13回FOMC連続)は途切れることになる。金融政策のクロスが起きるわけで、こうした「枠組みの変更の兆し」が先週の急激な市場環境の変化をもたらした可能性が高い。

今週の主な予定は以下の通りです。

12月19日(月)	11月日本製半導体製造装置BBレシオ 2006年度政府経済見通し(臨時閣議)
12月20日(火)	11月コンビニエンスストア売上高 米11月生産者物価指数 米11月住宅着工件数

12月21日(水)	11月北米半導体製造装置BBレシオ 日銀金融政策決定会合 米第3四半期GDP(確報) 米第3四半期個人消費(確報) 米第3四半期価格指数(確報) イランと英仏独が核問題で交渉
12月22日(木)	11月貿易収支 10月第3次産業活動指数 福井日銀総裁講演 米11月個人所得 米11月個人支出 OPEC議長が北京訪問
12月23日(金)	東京市場休場(天皇誕生日) 米11月耐久財受注 米12月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報) 米11月新築住宅販売

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。金曜日は恐らく一年で一番タクシーが拾いにくい日でした。あとは22日かな。金曜日は午前1時ごろ何とかタクシーを拾って家に帰ったのですが、走っていて「今日は圧倒的にタクシーより客が多いなあ....」と思いました。タクシーの運転手さんも嬉しそうだった。

土曜日は収録や結婚式があったり、日曜日は食事会があったり。食事会は、言ってみれば母親孝行。今80歳代の半ばですが、何かのおりに六本木の師走のイルミネーションの話をしたら「見たい」というので、彼女を中心に置いた10人くらいの食事会にして六本木の夜を楽しむ会を開催したのです。

彼女は足が悪くて移動は常に車いすですから、その調査・準備もして。調べたら、P2という駐車場に車いす用のポートがあって、そこから上に上がれることが分かった。エスカレーターの乗り換えは必要ですが。移動は非常にスムーズにいきました。あとけやき坂に降りるのにもちゃんと展望台に行くエレベーターでB2に行けば地上レベルに出られることが分かった。普段はそんなことは気にしない。良く設計されていると思いました。

昨日は非常に空気が綺麗だった。多分日本海側に大雪を降らせた後の、チリも落ちた後の空気なのでしょう。午後5時くらいから居たので、夜景の変化を見ることができたし、何回外を見ても非常に鮮明でした。食事が終わってちょっとけやき坂の雰囲気を見て、それで撤退。けやき逆の下に見える東京タワーが鮮明だった。六本木通り沿いのイルミネーションは、今年は色が変化するそれでした。半ば消えた状態 白 ブルー 橙 そして

鮮烈な赤 だったかな。去年は赤一色だった。あそこは、両サイドでイルミネーションが違うのがよい。

母親は六本木ツアーを「ワクワクする」と言っていたそうで、それだったら良かったと。本人もご満悦で帰った。行き慣れているところ、いつも歩いている場所も、「車いすでの移動」を考えると随分と違って見えるものだし、街を見る視点が大きく違ってくるものだなあと思いました。

年寄りだって歩きたい、車いすの人も移動したいでしょうから、街作りもその視点も入れ、しかし若者にもアピールする要素も入れて と。一回「車いす移動」しただけですが、そういう意味では六本木ヒルズは成功しているように思えた。

今年もあと2週間。皆様にも良い年末・年始の期間をお過ごし下さい。大きな動きがなければ、多分今年はこの号が最後になります。年末年始の間は、私のHP (<http://www.ycaster.com/>) が時として為替にも触れますので、ご興味があればお読み下さい。

それでは、皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(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。》