

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1755号 2004年11月22日(月)

《 triple declines in NEW YORK 》

ドル安傾向が見えていた外国為替市場では、週末にかけてトレンドに拍車がかかりました。「European Banking Congress 2004」での19日におけるグリーンズパンFRB議長発言が切っ掛けになったもので、ユーロは対ドル史上最高値近辺に張り付き、円は対ドルで2000年初頭以来の高値である102円台を示現した。

グリーンズパン発言の内容は後で検討しますが、この結果生じた非常に重要な市場環境としては「先週末金曜日におけるニューヨーク市場でのトリプル安」です。株はダウで110ドル以上下げ、債券相場は急落した。利回りは上昇して、指標10年債の利回りは4.20%に。一方商品市場では、このところ高値から18%近く下げている原油は、コレクションの動きもあってバレル当たり2ドル方反発して48ドル(WTI)となった。

この「トリプル安」に寒気を感じたのが、ブッシュ政権です。その場にいたわけではないので分からないが、日本の日本経済新聞などによるとサンチアゴのアジア太平洋経済協力会議(APEC)首脳会議に際して行われた小泉首相との会談でブッシュ大統領は自ら、「強いドルを支持している」と発言し、さらに「短期的、長期的な財政赤字の対応について今後、議会とも話し合っていくつもりだ」と述べたという。

同紙はさらに、『為替については(最近のアメリカの)大統領は「市場が決めるのが望ましい」と言及するのが通例だが、今回はその発言がなく、相場安定化への強い意志を示した』と述べている。それに対する小泉首相の発言は「強いドルが日米だけでなく、世界の経済にとって重要」というものだったという。

一つの興味深い出来事は、「ブッシュは財政赤字削減について語り、グリーンズパンは貿易赤字について語った」という点です。マスコミ報道に出ている限りでは、現在のドル安の一因となっている貿易赤字に関しては、ブッシュ大統領は何も喋っていない。へたに喋るとドル安に拍車がかかるから喋らなかったとも考えられるが、さらに考えれば、貿易赤字に関しては国内政治要因からも喋れなかったとも理解できる。

グリーンズパンがアメリカの増大する財政の赤字について懸念を持っていることは明確である。しかしヨーロッパにおける彼の発言は、今回は「貿易赤字」に集中している。グリーンズパンが出席した会議が「Euro in Wider Circles」というパネル・ディスカッションの場であって、アメリカの財政赤字に関して喋るに相応しい場ではなかったということ

かもしれない。しかし、二人が持つ関心の的の齟齬には注意を払っておく必要がある。

金曜日にはグリーンズパンは既にヨーロッパにいて、ブッシュ政権当局者と連絡が取れたとは思わない。従ってアメリカ政府部内、それにFRB内部でも金曜日のニューヨークの市場で発生したトリプル安に関してどう対処したらよいかは詳細には話し合われていない、と見るのが自然だろう。こうした中で、「トリプル安」に肝を冷やしたブッシュは、市場に対してとりあえずサンチアゴでリップサービスしたと理解できる、と思う。今後どうするかは、これから検討するということ。

《 must occur at some point 》

ではグリーンズパンは19日の発言でどう言ったのか。彼の発言は常に慎重で、通信社、新聞などマスコミで伝えられるほどストレートではなく、マスコミに直接的に引用された前後の文章には、その直接的警告に見える文章を緩和する文がちりばめられているのが普通だ。実は、今回もそれが見られる。世界のマスコミにもっとも引用されたヨーロッパでの発言 (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041119/default.htm>) は以下のものだ。

「It seems persuasive that, given the size of the U.S. current account deficit, a diminished appetite for adding to dollar balances must occur at some point.」(アメリカの経常収支の規模を考えるなら、いつかの時点でドル資産増加の意欲が減退する筈だ、とする議論には説得力がある)

しかし慎重な議長は直ちにそのあとに次の文章を続けている。

「But when, through what channels, and from what level of the dollar? Regrettably, no answer to those questions is convincing. This is a reason that forecasting the exchange rate for the dollar and other major currencies is problematic.」(しかし、いつ、いかなるチャンネルを通じて、そしてドルのどの水準から(意欲減退が)生じるのか? 残念だが、これらの疑問に対する答えは、どれも説得力を欠く。ドルやその他の主要通貨に対する予測が難しいことには、理由がある)

というものだ。後ろの文章まで読むと、「それはそうだ」ということになる。市場とは、グリーンズパンが「何時起きるか分からない」とあえて言っていることを、「今すぐに起きる」と理解するのが自然で、今回もそれが起きたということだろう。しかし重要なのは、市場の人間誰もが持つ懸念に関してあえてグリーンズパンが言及したということだ。それが重要である。それは明らかに市場とアメリカ政府への警告となっているからだ。

ブッシュはそれには反応せずに、わざと筋を違えてニューヨーク市場のトリプル安に牽

制をかけようとした。その牽制がワークするかどうかは来週初めからの世界の市場が回答を出すことになる。その回答はどのようなものになるのか、そしてそれに対してアメリカ政府は動かないのか動くのか、動くとしたらどう動くのか。

筆者はこう考える。「市場のアメリカに対する疑念」つまり、「結局はドル安を放置して、ドル安で双子の赤字の一つである貿易赤字を減らそうとしているのではないか」との思い（思い込み？）は強い。週末のブッシュ発言の真意を詮索しながらも、また調整的反発局面を折り込みながらも、外国為替市場は多分ドルの下値模索を続ける。

この過程で円は1ドル=100円に接近するでしょう。その段階でニューヨークの債券や株価が下げを続けていたら、つまりトリプル安が進展していたら、その時点でドル安はアメリカを含む世界中の通貨当局の懸念材料となる。それは第二期ブッシュ政権の発足にとって好ましくない環境であり、またドル安のスピードが速いという意味でも、世界の中央銀行が強調して動ける環境が整う、と見る。

しかし、そういう環境が整う確率はそれほど高くないと考える。なぜなら、双子の赤字に対する懸念は別にして、アメリカ政府や民間エコノミストの間にはアメリカ経済楽観論が強く、それが株価の急落を押しとどめる可能性が強いため。具体的には先週前の段階でカンザスシティ連銀のヘーニツヒ総裁は以下のように述べている。ウォール・ストリートの記事から引用します。

「The economic outlook has brightened in the last month and a recent uptick in underlying inflation bears watching, a Federal Reserve policy maker said.

"We have seen some uptick" in inflation excluding food and energy, Federal Reserve Bank of Kansas City President Thomas Hoenig said in an interview Friday. Core inflation is "still modest," in the 1.5% to 2% range depending on the price index, he said. "But given that we have had an accommodative [monetary] policy, it does deserve careful watching."

つまり、「この一ヶ月の経済指標でアメリカ経済の見通しは明るくなった。ただし、基調的なインフレ率の上昇は警戒に値するが」ということである。これは「米経済には強気。12月も利上げを続ける」と言っているように見える。そういう環境では、株価の上げ続けに対する調整以外に、ドル安懸念だけで持続的に下げるという状況が生ずると考えるのは難しい。彼は更に「A month ago, he expected the economy to grow at a 3.5% to 4% annual rate through the middle of next year. "I don't know that I've upped my projection, but I'm more confident in that number now.」と述べている。

つまり、来年の半ばまではアメリカ経済は「3.5～4.0%の成長を続ける」と彼は見ている。こうした中では、債券相場がやや売られ気味になるのは自然だ。そういう意味

では、今後アメリカ政府がドル安に対して動くかどうかは「株価次第」と言える。株価が下がるとしたら、アメリカ経済に対する楽観論よりもドル安に対する懸念が勝ったときということになるからだ。

《 flexible exchange rates for China ? 》

日本や欧州はどう考えているか。これは無論「ドル安迷惑論」で固まっている。先々週のレポートでお伝えしたとおり筆者はその号の執筆時にはロンドンにいたが、その時英国のマスコミ（テレビ、ラジオ）で繰り返し取り上げられていたのは「ユーロ高・ドル安」だった。ユーロ高で一番困る、そして今苦境に立つ経済としてのドイツが繰り返し取りテレビ、そして新聞で上げられていた。ヨーロッパのドル安進行に対する懸念の強さが分かった。

日本でのこの週末日曜日の朝刊の見出しが「ブッシュのドル発言」（つまり強いドルを支持）であったことは、日本での関心も「円高・ドル安」に傾いていることの証左である。そして日本の通貨当局も、急激な円高を懸念している。したがって、日本と欧州の関心は一致している。ではこのドル安に対して、日欧の通貨当局は何が出来るのか、そして実際に何をするのか。

介入を考えているかもしれないのは、日本である。前回アメリカからのクレームを受けて介入を打ち切った経緯のある日本の通貨当局も、「スピード違反」を理由に単独でも介入することは今の市場環境では可能だ。実際にやるかもしれない。しかし、その場合は撤退ルートを探すのが難しい。いつまでも続けるのは困難だ。前回と違って日本経済の強さは国際的にも認められるところまで来ている。いくらブッシュ・小泉枢軸と言ってもそれは少し我が儘が過ぎる。ブッシュの国内での立場も難しい。日本の通貨当局の介入は、アメリカの通貨当局の共感・協調行動がなければ、あっても短期間で、「スピード違反に対する警告」が主になると見る。

ヨーロッパは「ドル安の責任はまず双子の赤字を抱える米国自身が負っている」（シュレーダー・ドイツ首相）という認識だ。日本よりも実際に介入に出る可能性は薄い。かつ、ユーロの対ドルでの高騰は、円を含むアジア通貨の対ドルでの上昇よりはモメンタムが弱いように見える。

大きなブラックボックスは人民元の切り上げ問題だ。小泉首相やブッシュ大統領とともにサンチアゴにいる胡錦濤主席はブッシュ大統領に人民元制度について改革を求められたのに対して、「中国政府は経済の安定を維持していると同時に、人民元制度の改革を推進している」と述べたと伝えられる。中国では国内で切り上げ観測が強まっており、先週は上海の市民が自らのドル預金の解約に走り回ったとのニュースも伝えられた。

この市民の動きは、先週前半に流れた以下のようなニュースを背景としている。そのニュースは以下のような内容だった。

『中国政府は米ドルに固定している通貨・人民元の相場改革に向けて本格検討に入った。通貨当局はすでに為替レートの変動幅を広げる具体案を作り、実施時期は国務院（政府）の決定待ちの段階になったとの情報もある。市場では早ければ年内に人民元相場が切り上がるとの観測も浮上しているが、中国政府が実際にいつ決断するかはなお不透明だ。

中国人民銀行(中央銀行)とその外局である国家外為管理局の複数の幹部は最近、一部の関係者に対し為替制度改革について「我々の段階では共通認識を得た。ただ決定権は国務院にある」などと述べ、すでに制度改革の原案を国務院に提出したことを示唆した。人民元の対ドル相場は通貨当局の介入で1ドル=8.3元弱に固定されている。人民銀行の幹部らは (1) 変動幅を少しずつ広げる (2) 米ドル以外の通貨も連動対象にし一定の幅の中で相場を変動させる「通貨バスケット制」を導入するなどの案を考えていることを明らかにしている。』

サイト上の小生の中国レポート (<http://www.ycaster.com/chat/2004akichina.html>) は内容的にはここで紹介した分析のまとめですが、このレポートでも指摘した通り、中国では利上げも、そして通貨の切り上げも最後は国務院が決める。胡錦濤の「(経済の)安定を維持していると同時に、人民元制度の改革を推進している」という発言は重要で、「数千万人の失業者を抱えていつ不安定化してもおかしくない国内情勢」と「諸外国から求められている、かつ国内の学者の間からも当然と思われてきた人民元改革の必要性」のバランスを見ている、タイミングを計っているということでしょう。

胡錦濤政権にとって気がかりなのは、最近になって中国各地で暴動が起きていることだろう。中国南部の広東省揭陽市では、橋の通行料の支払いをめぐって地元当局と住民が衝突し、料金所が焼き打ちされるなど数万人規模の騒動に発展した。具体的には住民側の1人が消防車にはねられて死亡するなど双方に複数の死傷者が出たという。地方役人の腐敗に対する住民の潜在的な不満の高まりが背景にあるとみられる。

中国ではこのところ、重慶の市民同士の言い争いをきっかけとした暴動(片方が私は役人だと言ったことで拡大したと言われる)中国河南省北部の中牟県での回教徒と漢族の交通事故を巡る紛争をきっかけとする暴動、そしてつい最近は中国四川省漢源県で地元政府が収用した土地の補償に不満を持った農民ら数万人が抗議行動の発生と鎮圧に当たった多数の警官と衝突、それによる農民の男性1人の死亡といった事件・事故が起きている。

最後に紹介した事件では、反発した農民側は男性の遺体を掲げて「汚職役人打倒」「(地元政府は)温家宝首相の言う通りにしろ」などと叫んでデモ行進。一時は政府や学校、商店が閉鎖されたという。広東省の事件もそうだが、今の中国の暴動、衝突などなどは「地方役人の腐敗に対する住民の潜在的な不満」を契機とするケースが多い。

つまり、胡錦濤が全権を握る予定の中央政府への反発と言うよりは、中央政府と一般国民の間にいる「地方役人」に対する反発の側面が大きいです。なぜ大きいかというと、彼らが一

般庶民から見て「横暴であり、腐敗している」からである。胡錦濤が全権を握る方向が固まってからこうしたことが激発していることに筆者は着目しているが、これは胡錦濤政権にとっても大きな懸念材料だろう。

一説によれば、軍の最高指揮官の地位を胡錦濤に渡すことに関しては、江沢民は乗り気ではなかったとも伝えられる。国内の事件・事故の増加は胡錦濤批判に発展する可能性もある。そういう視点からの判断も胡錦濤には求められる。

もっとも筆者は、こうした厳しい環境の中にあっても中国は恐らく来年の春までには、自らの言う「人民元制度の改革」を行うだろうと見る。それは中国でも切り上げを徐々に行わなければ経済体質の長期的な強化ができないとの見方が中国国内でも多いし、石油の輸入量急増などの環境下では、切り上げは中国にとって一方的に負担になる話ではないからだ。

中国が言う「人民元制度の改革」は、先進諸国にとって見れば「人民元の切り上げ」を意味する。中国が実質的切り上げを行った際には、日本円に対する切り上げ圧力が緩和するだろうか。筆者はそうは考えない。直接的には「円も切り上げ」との発想が沸くだろう。中国の切り上げはどう行われるのか。先に紹介した文章には、

- (1) 変動幅を少しずつ広げる
- (2) 米ドル以外の通貨も連動対象にし一定の幅の中で相場を変動させる「通貨バスケット制」を導入する

という二つの可能性が書かれてあった。そのどちらのシステムを採用して人民元制度の改革(結果的には切り上げ)を行うにしても、一方で「経済の安定」を維持したい中国は、「グラデュアリズム」で切り上げ(中国が言う改革)を行ってくるだろう。だから、一回の利上げで人民元の切り上げに関する「一巡感」は出ない、ということだ。ということは、アジア通貨全般に切り上げ圧力が残ると言うこと。

ただし矛盾するようだが、最後に一言だけ付け加えておきたいのは、日本の主要新聞の見出しにこぞって「円高」「それに対する懸念」が載るようなときには、一時的ながらも市場の意識が過剰にその方向に傾いているときだ。ということは、円高進行を見ている人でも特に休みの多い今週のような週は気を付けた方が良いということだろう。

筆者は数年というような長期的なスパンで見れば、依然として円安基調の定着を予想している。

今週の主な予定は以下の通り。

11月22日(月)

10月コンビニエンスストア売上高

10月日本製半導体製造装置B Bレポート

	10月北米半導体装置B Bレポート イラク復興会議（～23日・エジプト：町村外務大臣出席。G8やイラク周辺諸国が参加。イラク暫定政府主催。）
11月23日（火）	東京市場休場（勤労感謝の日） 米10月中古住宅販売 米10月シカゴ連銀全米経済活動指数
11月24日（水）	9月第3次産業活動指数 米10月耐久財受注 米11月ミシガン大学消費者信頼感指数（確報） 米10月新築住宅販売
11月25日（木）	10月企業向けサービス価格指数 IAEA定例理事会
11月26日（金）	11月都区部・10月全国消費者物価指数 米株式市場休場・債券債券市場半日取引 （Thanksgiving Day）

《 have a nice week 》

2週間ぶりになりました。実は先週もこのレポートを書くつもりでした。私はどこに出張するにもラップトップを持ち歩いてこのレポートを含めて、東京にいるのと同じようにどこでも文章作成を行っている。直近ではロンドンからもこのレポートを送りました。他社のレポート類では「筆者出張中のため今週はお休み」なんて通知が来ますが、「それはおかしいだろう」といつも思っている人間ですから。だってそうでしょう。空間を超えるネットワークの時代に、「どこどこにいるので書けません」なんてことはあり得ない。

ところが、今回の関西出張中はコンピューターの調子は悪くなるし、おまけにインターネット接続にすごく苦労した。そもそも文章に凄く時間がかかり、さらに送れない状況。でレポート作成を見送ったのです。私としては本当に珍しい。世界のどこに行ってもちょっと苦労することはあるが、今までネット接続が長い間出来なかったと言うことはない。コンピューターが調子悪くなるのも非常に珍しい。調子いいラップトップを選んで持ち歩きますから。

おまけにダイヤルアップ接続がホテルの交換機の関係からだと思うが、うまく行かずにインターネットも見れなかった。日本国内で常時接続可能なエアエッジを忘れたんですな。でも普通は最後の手段としてダイヤルアップが可能なはず。ところが、それが出来なかった。こんなことは初めてです。長く自宅外の接続を問題なくこなしてきた身としては信じられなかった。今は途上国を含めて海外の方が接続を確立しやすいかな。日本にも本当に遅れたホテルというのはあるんですよ。

本当に願う。日本の主要ホテルはすべて早急に「光」でも「ADSL」でもネット接続の常態化をして欲しい。世界の主要ホテルがそうなっているのに、恥ずかしい話です。私の家もそうですが、個人の家の方がよっぽど進んでいる。その意味では私が知っている限りでは日本で一番進んでいるホテルは名古屋のマリオットです。ここは素晴らしい。大体ADSL 接続でも「それはホテルの基本的サービスですから」といって料金を取らないのが良い。

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) 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》