

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1761号 2005年01月11日(火)

## 《 2005 stated with higher dollar 》

2005年最初の一週間の大きなトレンドは、「ドル高」でした。もっとも2004年末のドル安トレンドから見れば、年初の動きは「反発」と言う方が当たっているかもしれない。昨年末の市場で一般的だった「ドル安持続予想」は年初の週に限れば大外れとなった。

外国為替市場でドル高を誘引し、一方でニューヨークの株式市場の週足での安寄りをもたらす原動力となったのは、アメリカのインフレの先行きと、連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策に対する市場の見方の大きな変化でした。それは議事録（<http://www.federalreserve.gov/fomc/minutes/20041214.htm>）に示された一部理事の見解を反映した動きといえる。このインフレ警戒・金利上昇予想は、昨年末のドル安トレンドをポジシヨンのにもひっくり返したい市場の潜在的意図とも合致していた。

肝心の議事録の文章を読むと、以下の部分が市場での「米金利先高予測」を強めたと思われる。昨年末には「2005年に入ったら利上げのペースは弱まる」との見方もありましたから、見方は転換したことになり、相場を動かすには十分でした。ただし筆者の見方は昨年から一貫して、「FRBは利上げを続ける」というものでした。だから筆者にとっては予想外ではない。今年4日になって発表された昨年12月14日のFOMCの議事録で注目を払うべき文章は以下の通りです。

「In their discussion of the outlook for prices, a number of participants cited developments that could pose upside inflation risks. Although oil prices had fallen of late, they were still considerably higher than they had been in the spring, and the recent decline in the dollar would raise import prices and diminish competitive pressures on many industries. The pass-through from both sources should be limited, but they were still a potential source of upward pressure on prices that could get embedded in higher inflation under certain circumstances. In addition, productivity growth had slowed appreciably in the most recent quarter and unit labor costs had increased, raising questions about cost pressures going forward. A few participants also noted that uncertainty about the extent of resource slack in the economy was considerable and that it was quite possible that the economy could soon be operating close to potential, particularly if labor force participation rates did not turn up much

while employment continued to register gains. The increase over the last few months in five-year measures of inflation compensation derived from Treasury nominal and inflation-indexed securities might be a warning sign that expectations were not as well anchored as they had been over the summer.」

つまり、アメリカ経済の「upside inflation risks」を警戒する向きは、「石油」「ドル」「生産性の伸び鈍化」の三要因を見ていたことになる。議事録は「a number of participants」と述べているだけで、この立場に立った理事が何人居たのかは明らかにしていない。一人でないことが分かるだけである。しかし下のその直後のパラグラフを読めば、それがそれほど多数ではないこと、またインフレ懸念を抱いているメンバーでも、では利上げのペースを速めるほど懸念しているわけではないことが示されている。

「Despite these concerns, participants generally expected that inflation would remain low in the foreseeable future. While the depreciation of the dollar over recent months had been notable, some participants found persuasive the evidence from recent studies pointing to a decline over time and across countries in the pass-through of exchange rate movements into domestic prices. Forward market-based measures of inflation compensation beyond the next five years as well as survey measures of both short- and long-term inflation expectations had been quite stable of late, despite the previous rise in energy prices and the lower dollar. Moreover, several participants cited factors that likely would continue to provide a counterweight to any upside risks. Although participants generally acknowledged that the degree of economic slack was quite uncertain, the moderate pace of wage and compensation growth in recent months in the face of higher energy prices and several years of rapid productivity growth was consistent with an economy still operating somewhat below its potential. In a similar vein, the recent quarterly dip in productivity growth notwithstanding, there were no clear signs that underlying productivity had slowed appreciably of late, and a close reading of recent history suggested that upside risks to the outlook for productivity growth could be significant. Even if structural productivity growth were to slow, price markups remained quite elevated and some participants noted that further increases in unit labor costs could well be absorbed for some time by a return of markups to more normal levels.」

この議事録の二つのパラグラフが示す結論は、やはり「FOMC は今年当分は毎回 0 . 25 % の利上げを続ける」ということだろう。筆者はそう考える。なぜなら、FRB は組織全

体として自分たちの設定している金利が経済の現状から見て「中立」のところまで戻っているとは考えておらず、その水準への戻しについては市場にむしろ思惑を与えないように着実に行うであろうからである。その水準は3%の半ばだと思われる。としたら現在の2.25%の誘導目標はまだいかに低い。

### 《 how far can dollar go ? 》

FRBの利上げペースに対する市場の見方修正の結果は、最初に述べた通りドル高でした。年末・年始にかけて1ユーロ=1.36ドルに乗っていたユーロは、10日月曜日の段階ではあと少しで1.30ドルを切りそうだといいところまで下げた。つまり600ポイント近いドル高・ユーロ安。ユーロばかりでなく、円を除く諸外国通貨に対するドルの反発は大きかった。

ドル反発は対円でも発生した。ドルの高値は105円を超えたところ。しかし、これはドルの直近の安値102円ちょいから見て300ポイントの上昇に過ぎない。ドル反発のペースは対ユーロよりも対円の方が鈍かったと言える。その結果生じたのは、ユーロなど諸外国クロス通貨での円の上昇でした。対ポンドでも対豪州ドル、対ニュージーランド・ドルでも、円のクロスレートはこの間に円高に移行した。

ではドルはどこまで反発を続ける力があるのか。筆者はドルが本格的に上がるとしたら、アメリカの金利水準がヨーロッパの金利水準と比べてドル・ショートを振るにはあまりにもコストがかかるようになってからだと考えている。それは対円でも同じ事だろう。ということは、アメリカの金利水準がもうちょっと上がってから、具体的には政策金利のFRB誘導目標が3%前後になってからだと考えている。ドルの本格的な上昇には時間がかかる。

それまでは、ドルを売るコストはあまり高くないし、昨年10月頃、石油価格がピークに接近した頃から出た「双子の赤字に対する懸念」が残り、ドルは脆弱なままだろうと考えている。

結論を言うならば、年初のドル高、ドル反発はまだ本格的なものではなく、いつでも反落に転じる可能性を残していると考え。ここ暫くは、ドルは脆弱なままだろう。ドルが少しでも基調的に強くなるとしたら、一般教書など出そろって第二期のブッシュ政権の方向性が見えてからである。

なお FOMC の双子の赤字に対する見解は議事録の中では以下の文章の中に示されている。

**「A number of participants voiced concerns about domestic and global financial imbalances. On the domestic front, such concerns focused on the magnitude of current and projected fiscal deficits, which seemed likely to keep national saving low. Views about the prospects for fiscal restraint in the years ahead were mixed; some participants believed that the odds of significant deficit reduction over the next few**

years were remote while others were more optimistic. Regarding global imbalances and the current account deficit in the United States, a number of participants expressed doubts that such imbalances would be reduced in the near-term. Better global balance would require not only greater national saving in the United States but also a notable strengthening in domestic demand among major trading partners. Such a strengthening seemed unlikely in the near term given the recent softening in the economies of several important industrial countries.」

今週の主な予定は以下の通りです。

1月11日(火)	11月景気動向指数(速報)
1月12日(水)	12月マネーサプライ 12月工作機械受注 米11月貿易収支 米12月財政収支
1月13日(木)	11月国際収支 日銀支店長会議 町村外務大臣がロシア訪問(～14日) 米12月輸入物価指数 米12月小売売上高 ECB理事会
1月14日(金)	日露外相会談(モスクワ) 12月国内企業物価指数 12月鉱工業生産(確報) 11月機械受注 米12月生産者物価 米11月企業在庫 米12月鉱工業生産・設備稼働率 米セントルイス連銀総裁講演 米債券市場短縮取引(キング牧師生誕記念日)

### 《 have a nice week 》

三が日が終わったと思ったら、すぐまた3連休。一年を張り切って始めようとすると思えば、なんか拍子抜けですな。日本のお休みのシステムはおかしい。今年もそういうことを感じました。

ま、この年始は東京に住んでいる人間の視点から言うと、天候が安定していたのが印象的だった。年初まだ10日間ほどでしたが。しかし世界はスマトラ沖の地震の後も大変な

ことになっているようで、北ヨーロッパ、アメリカの西部などで天候異常が伝えられている。

長い地球の歴史を見ると、人類が誕生するずっと以前から全球凍結してみたり、そうならなくても氷河期があったり、逆に熱くなったりとずっと「地球は荒ぶる星」(NHK が特集で使っていた言葉)であって、たかだか地震とそれに関連した津波が起きたくらいで、「地球は大丈夫か」と大上段に構えた問題意識を持つのもおかしいと思う。地球という内部に熱きマントルを抱えた星は、まあ言ってみればいつでも不安定な存在に違いない。言ってみれば、その不安定な星の上で人間は生かしてもらっている存在なわけです。数限りない偶然の結果として、たまたま誕生して。

しかしそれだからこそ、誕生させてくれた地球に対して悪影響を及ぼすようなことはあまりしてはならないいんでしょう。それは確かに言える。人間の諸活動が地球をおかしくしているかどうかについては、依然としていろいろな意見がある。立場としては「その可能性はある」ということで対処するのが良いいんでしょう。人類の活動がなくても、地球の環境は時に勝手に大きく変わるにしてもです。

まあそんなことを考えさせられるこの年末年始でした。いろいろなことがあって。中越地震の時もそうでしたが、今回のスマトラ沖地震と津波に対しても、自分で出来ること何かしようと多少寄付させて頂きました。人類のサイドから見れば、地球の人類に対する所行はあまりにもむごいのですが、こうした事態を完全になくすことは出来ない。人類はまだ地球をコントロールできない。海を離れば、山も荒ぶる。いかに被害を小さくできるかですが、それにもコストの壁が立ちただかる。なかなか難しい。

それでは、皆さんには良い一週間を。

*《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》*