

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1805号 2005年11月28日(月)

《 a forecast for the next year 》

今回は、2006年の為替相場予想を展開してみたいと思います。結論から言うと、年初から暫くは円の各国通貨に対する弱地合いは続くが、その後は基調円安の中でも時に円が高くなる場面も予想したい。といっても、それほど極端な円高はないでしょう。年初からまだ続く見通しの円安基調の中で、可能性は低いですが当局が市場に容喙（ドル売り・円買い介入）することもあるかもしれない。その場合の円高はやや急激になる。つまり、円安基調だが、2005年ほど一本調子ではないということだ。対ドルでの円安の目安は、140円程度か。

今年を予想するに当たって、去年の年末における今年に対する予想（1758号、<http://www.ycaster.com/news/041213.pdf>）を読み返してみました。ドルの対円の高値を120円と見ている（安値予想は95円）ことに加えて、以下のような指摘があり、まずはポイントを押さえていたと思う。2005年の年初は100円を切りそうな状況（確かドル・円の安値、円の高値は102円前後だった）から見れば、レンジもまあ妥当だったと思う。当時から、ドルの底を堅く見ていたことになり、それは当たっている。2005年を通じて目に付いたのは、ドルの強さ、円の相場水準から見た弱さだった。

「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」

「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」

「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」

「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」

「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」

などである。最後の文章は、「円が100円を切るような場面では」という前提で書いている。

ただし、今年一年のドル・円相場のチャートを振り返ると、2004年年末に2005

年を予測したよりもずっとドルの強さが持続した一年だったといえる。円サイドから見れば、「予想以上に円が弱かった一年だった」と言える。日本経済が再生し、株価も大幅に上昇する中での円安。これがなんとと言っても、2005年の為替市場の大きな特徴だった。

指摘できるのは、「個人投資家の日本からの外貨買い」に昨年 of 末の段階で気づいてはいないが、その継続性と勢いに関してはもっと強い認識を持つべき事だったと思う。何といても今年の為替市場の特徴は、「日本の個人投資家の外貨買い」の力強さ、継続性だった。それ故に、日本の通貨円はドルに対してばかりでなく、オーストラリアやニュージーランドのドルや英国ポンドに対しても軟調に推移した。年末の現在に目立つのは、全通貨に対する円安の突出である。

ポイントは、その円安をもたらしているのが日本の輸出の急減でもなく、機関投資家の外貨買いでもなく、ましてや「日本売りの動き」でもなく、日本経済が好調な中での日本の個人投資家の外貨買いである。その原因は二つ。一つは高い金利に目を付けての外債投信などの海外の債券買い。もう一つは、外貨預金の代替としての日本の多くの個人投資家による為替先物取引での外貨買いポジションの造成。このポジションはまた、頭の円安進行ばかりでなく、スワップ・メリットの蓄積を狙う。

日本に資金を入れた海外の投資家の買いは、時にストレートに行われているが、多くの場合は時にヘッジを掛ける、時に金利の低い日本での借り入れで行われている。日本の株買いの勢いと日本の個人投資家の外貨買いが直接ぶつかっているわけではないが、それでも二つのパワーの衝突にもかかわらず円安が進行したという結果を見れば、日本からの資金の高金利国への流出が、日本への資金流入に勝ったと言える。

《 Japanese appetite for high yield 》

2006年の日本の為替市場を予想する上で非常に大きな要素は、この日本からの資金の流出の継続性である。なぜなら、今までの日本の投資家の行動から見て、彼らは2005年は円安を確信的に進行させたが、為替の変動には鈍感というよりは、むしろ敏感な向きが多く、円高が進み始めると判断できるときには今まで外貨買いの行動を止めたり、時には逆転（外貨を利食い、そして円買いを行う）させる可能性があるからだ。2005年の円安の主因を彼らの買いに求めるなら、彼等の行動変化の可能性は検討しておく必要がある。

筆者はこの点に関しては、「日本の投資家の動きが時に非常に敏感であることを認めながらも、急激な円高を抑止・反転させる力になる可能性が高い」と見ている。つまり、ドルを初めとする外貨の対円の水準が異常に高くなったときには外貨買いを止めたり、時には外貨売り・円買いを行うかも知れないが、むしろ円高に向かって「この円高は行き過ぎ」と判断できるときは彼等の円売り・外貨買いの方が強いだろう、ということだ。少なくとも2005年はそうだった。

2006年もその構図が続くと考える。つまり、「ここで外貨買いが入ってもおかしくない」「この外貨の水準は安い」と思われる時には、必ず日本の投資家のドル、オーストラリ

ア・ドル、ニュージーランド・ドルなどの外貨買いが入って、これが円高を抑止するだろう。

2005年の局面が変わってきている点と言えば、円安基調の中で日本の投資家の外貨買いはかなり益を出しており、そうした事態を勘案すると、例えば外貨投信の運用者が「一端ここは利食った方がよい」という行動を取るケースもあるかも知れないということだ。そうした動きが一番誘発されそうな局面を考えると、

1. アメリカをはじめとして、海外の投資先国の金利が頭打ち、ないしは低下の兆しが見えたとき
2. 日本の金利が上昇の気配を示したり、実際に長期金利などが上昇を開始したとき
3. アメリカなど、海外諸国経済に大きな変調の気配が見えたとき

などだと思う。今の円安基調の非常に大きな前提は日本と海外との金利差が非常に大きいという点にある。その変化の兆しは、日本を取り巻く資金の流れを大きく変えうる。恐らく、来年の早い時期に、金利水準の中立化のためのFOMCによる利上げは打ち止めになるだろう。それが3月になるのか、その少し先になるのかは不明だ。

一方で、その時期には日本の量的金融緩和の解除が日程に上がってきているはずだ。日本の金利はそれによって直ちに上がり始めるわけではない。短期金利が少しでも上がるのは、2006年の半ば以降だろう。しかし、これまでの「金利差拡大」のベクトルとは逆のベクトルが一時的にも見えてくる可能性が高い。一方、ヨーロッパの金利は、12月はじめの引き上げを受けてしばらく横ばいだろうが、その後はまた引き上げという動きになるだろう。

ということは、来年の前半のいつかの時期に、「高金利通貨としてのドル」のイメージが希薄化する時期があるということだ。ドル金利の実質的な高さは変わらないが、イメージが変わるのである。つまり、実際の金利差は大きく残り、スワップ・メリットとコストの関係はそれまでとあまり変わらないが、イメージは変わる。そのイメージの変化が為替相場の水準訂正をもたらす可能性がある。

では、対ドルで見たときの円高の極限はどこまでだろう。最近の日経金融のポジション欄には、「90円までの円高？」といった数字を見たような気がした。それは一つの見方だとは思うが、筆者の見方としてはとてもそこまでの円高進行は予想できない。恐らく110円までしか円高は進行しないのではないかと。ということは、来年のドル・円のレンジは110円から140円との見方だ。

実際にそうなるかどうかどうかは確信がないが、筆者は円安が進む過程でそのスピードが著しく速かったりした場合においては、日本の通貨当局によるスピード調整があってもおかしくないとの見方をしている。それは、景気拡大が進行するという古典的な通貨高構造の中での通貨安進行は、国際的な許容の範囲を逸脱する可能性があるからだ。ただし、「不介入」を続けている日本の通貨当局は、市場への容喙に関しては非常に慎重になるだろう。

だから、よほど円安がスピード違反とも思えるスピードで進んだ場合だけだろう。

基本的な環境として今年と変わらないのは、団塊の世代の退職や株価の高騰で勢いづいた国内の資金の動きが活発化する中で、2006年も「より有利な投資先」を探す動きは続くだろう、ということである。その中では、依然として「海外」は日本の投資家にとって非常に魅力的な投資先であるという点だ。

ドルが背景とするアメリカ経済の先行きに関しては、日本では「行き詰まり待望論」のような見方がある。しかし筆者は、アメリカ経済は成長率こそ落とすものの、消費の高水準などで底堅い展開になると見ている。最近のニューヨーク株の堅調はそれを予感させる。ただし、今のドルの水準が高すぎることは確かであり、来年のいつかの時期に調整が必要な気がする。ただしその調整の主役はユーロ・ドルになるだろう。

全体的には、日本の金利がまだ上昇を見込むのは先という情勢の中で、来年も円の高金利通貨に対する軟調推移は続くだろう。しかし、一直線に進むわけではない。時に大きな調整（円高局面）もあると考えるべきだ。

今週の主な予定は以下の通り。

11月28日（月）	10月商業販売統計 米10月中古住宅販売 英国が大規模な対テロ訓練を実施
11月29日（火）	10月失業率 10月家計調査（勤労者世帯） 10月鉱工業生産（速報） 米10月耐久財受注 米11月コンファレンスボード消費者信頼感指数 米10月新築住宅販売
11月30日（水）	TBSが経営統合に関して楽天に最終回答 米第3四半期GDP（改定値） 米第3四半期個人消費（改定値） 米11月シカゴ購買部協会景気指数 米ページブック
12月1日（木）	米10月個人所得・消費 米10月建設支出 米11月ISM製造業景況指数 米11月国内自動車販売 ECB理事会
12月2日（金）	米11月雇用統計

G7 財務相・中央銀行総裁会議（～3日・ロンドン）

グリーンズパン米FRB議長講演

米サンフランシスコ総裁講演

G7は、恐らくECBが利上げをした直後に行われる。アメリカに続いて欧州が利上げすることによって、世界の金融情勢は「引き締め」が顕著になる。日本も量的金融緩和の解除が視界に入ってきた。G7の最近の大きな関心事項である人民元に関しては、先週の後半にやや切り上げペースが上がった。APEC会議前後には、「人民元切り上げ観測」が高まったが、その後の動きを見ると、中国はブッシュ・胡錦濤会談での人民元議題を受けて、実質的に切り上げを進めているようである。G7は恐らく、「中国の人民元改革の促進」をうたうことになる。

連休明け、そして月末・月初で今週は指標の発表が多い。米雇用統計などは関心を集めるだろう。

《 have a nice week 》

週末は良い天気でしたね。またまた芝刈りをしましたが、良い天気。半袖になりたいくらいでした。今週は週中に寒くなるとの予想。風も強いとか。風邪には気を付けて下さい。

2004年一年間のドル・円相場の上下は、13円07銭で変動相場制始まって以来の低ボラティリティでした。今年これまでのドル・円相場は、ドルの安値が101円68銭（1月17日）、ドルの高値が119円75銭（11月28日、8:22時点）。もうその幅は、2004年を上回っている。まあ今年はまだ一ヶ月ありますから、何が起こるか分からないとも言えますが。

幅はそれほど大きくないが、為替市場を取り巻く環境の変化は着実に進行している気がする。それは、機関投資家だけの市場から、個人投資家も参加する市場への変化です。東京外国為替市場で取引される為替取引の何%が個人によるものであるかは正確には分からない。しかし、「プロの市場」としての為替市場が、「そうではない人々の参加する市場」になってきた印象がする。

プライスが個人（ネット投資家など）と機関投資家で区別がある時代が懐かしくなるほど誰に対してもナロウに、そして公正明大になってきたこと、取引単位が大幅に引き下げられたこと、そしてプライスゲットがユビキタス的になってきたことなどが、市場の変質の背景。だから、ディーリング・ルームで為替をしている人々にはプライスのダイナミズムが失われているという点では今の市場は面白くないが、為替を身近に感じている人は逆に多くなってきている印象がする。

情報も、インターネットの普及などにより、かなり誰にでも公表される状況になってきた。以前はロイターやブルームバーグの情報を得られるのは限られた機関投資家だけだっ

た。しかし今では、情報分析能力のある人間なら、ユビキタ的に得られる情報をどこにいても生かせる状況になってきた。そういう意味では、面白い時代といえることができる。そこをどう生かすかです。

それでは、皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(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。》