

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1827号 2006年05月15日(月)

《 quietly acquiescing in the dollar's recent slide 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。今週のテーマは、「ドル安に対する米政府の姿勢とその限界」です。

1. 4月末にワシントンで開催されたG7以降、アメリカは進行するドル安を「黙認」している。その背景には、ドル安が同国の増大する貿易収支赤字を削減してくれるとの期待があるようだ
2. しかし、ドルをツールに使おうというアメリカの意図そのものが、ニューヨークの株価や債券を不安定にさせている。ドル安に懸念を強めるアメリカの市場は、先週末に「トリプル安」になった
3. アメリカ政府の今のドルに対する姿勢が抱えるリスクは大きい。過去そうであったように、国内市場の混乱が一段と厳しくなれば、アメリカ政府はドル安を沈静化させる発言をするだろう。それは今週かも知れない。今のブッシュ政権は支持率の30%割れなど政治的にも不安定で、ドル安を止めるなら早い方が良いが、スノー財務長官らがそれに気付いているかどうかは分からない
4. しかしいずれにせよ、アメリカ政府が今のドル安に歯止めをかけねばならない時期が来る。アメリカに投資している世界中の投資家にとってドル安は危険すぎるシグナルだからだ。アメリカにはこの投資資金が絶対的に必要である
5. ドル安は、世界各国の中央銀行の金利操作、金融政策を複雑化させる。特に100円飛び台に入った円相場を抱えれば、日本銀行はゼロ金利解除の時期選択に苦慮するだろう。一方FRBは利上げ中断がなかなかできなくなり、これは後々 overkill の危険性を孕む

4月21日に行われたG7以降は特にそうだが、今年に入ってから米政府高官の発言を出来る限り注意して聞いていると、「ドル相場に関する発言は控えている」というのが印象として当たっていると思う。それ以前はブッシュ大統領を含めて、「強いドル」に時々言及していた。それが今年に入ってすっかりなくなり、特にG7以降にはドル安の進行が大きく進行しているにもかかわらず、為替相場に言及はしないという事態が続いている。

僅かに先週発表された財務省の議会向け為替報告書の頭の方に、「A strong dollar is in

our nation's interest」と述べているが、その後に直ぐに例によって「and currency values should be determined in open and competitive markets in response to underlying economic fundamentals.」と述べていて、「強いドルも、市場のファンダメンタルズ次第」との印象を受ける言い方になっている。財務省のアダムス財務次官は記者会見では、「強いドル」には言及せずにもっぱら、「為替相場は市場に委ねるべき」とだけを言っている。

この週末には、「アメリカ政府のドル安黙認」を裏付けるような興味深い記事がウォール・ストリート・ジャーナルに掲載された。見出しは

Quiet Acquiescence Holds
Possible Risks for Economy;
Surge in Exports in March

というもので、その最初の文章は以下のようにになっている。

「WASHINGTON -- The Bush administration is quietly acquiescing in the dollar's recent slide, a potentially risky approach but one it hopes may gently narrow the yawning U.S. trade gap by realigning world currencies.」

「acquiescing」というのは、「acquiesce」の現在進行形。ブックシェルフによれば、その意味は

『曠眩《形式》(…を)黙認する,(…に)おとなしく従う,黙従する,(要求などに)折れる,屈服する;(…に)(消極的に)同意する《in, to...》The people ~d in the President's decisions. 国民は大統領の決定にいやいやながらも同意した.』

としばしば「in」を伴って使われる。つまり、最初の文章は、「潜在的にはリスクを孕んだアプローチの仕方だが、世界の通貨のドル安方向での調整が増大する貿易赤字を穏やかに改善させてくれるかも知れないとの思惑から、アメリカは最近のドル安を静かに容認している」と訳せる。このウォール・ストリート・ジャーナルの指摘は、最近の米政府高官の発言・行動を見れば当たっているように見える。

ポイントは、「リスクがある」という点を認識しながら、しかも「好ましくないこと」と認めながら、「(ドル安が)進んでくれるならそれでいい」という姿勢である。アメリカ政府がこのスタンスを続ける限りは、「(今のドル安を)止める意志はアメリカにはない」ということでしょう。スノー財務長官は谷垣大臣に最近電話をかけてきたそうだが、その種の話をしたのかも知れない。日本側にも協力を求めたのか、谷垣大臣の為替に関するコメントも明確さを欠いてきている。

《 triple declines in NY mart 》

外国為替市場に対するアメリカ政府の最大の意志、最大の戦略は、これまでは人民元対策にあったはずだ。それは今までのアメリカ政府高官の発言、そして今回の4月のワシントン G7 に向けたスノー財務長官の一連の動きから分かる。その間の事情については前2号で解説してきた。

しかし市場は人民元が動かない中で全般的なドル安になってきた。「貿易赤字を懸念している」と繰り返せば、どうしてもそうなる。ドルは欧州の通貨であるユーロに対しても着実に弱くなってきている。

保守主義が基本のブッシュ政権は、財政や対外収支の均衡を強く希求していることは容易に想像が付く。特に企業経営をしたことのあるスノー財務長官には、アメリカの二つの巨額な「双子の赤字」が不健全に見えているに違いない。彼の企業家としての責任感としても、「減らしたい」と思っていると思われる。

しかし、貿易収支赤字削減を願いながら、その為に本当に必要な産業構造に手を付けることはしない。企業に製品を優れたモノにしろとは時々言っているが、だからといって政府が何かを出来るとも思っていない。彼等の発想として出てくるのは、「為替相場の水準がきつい」という点だ。

過去の為替調整がアメリカの貿易収支を改善しなかったことは明らかなのに、アメリカ政府は「為替さえ有利になれば」という思いがある。それは GM やフォードにも言える。しかしそれは大間違いで、結局はアメリカの商品競争力のなさが原因だと思うが、アメリカ政府はそうは考えない。日本企業が円高にもかかわらず、世界でも競争力を失わないのが良い例だ。この記事を読み進むと、以下のような文章も出てくる。

「Treasury Secretary John Snow and other members of President Bush's economic team see continued dollar weakness -- combined with stronger economic growth abroad -- helping curb the trade deficit, according to people familiar with the administration's thinking.

"If we're going to get our trade deficit down to manageable proportions, it's hard to see how that could happen without a very substantial depreciation of the dollar, and that means against most currencies," says Princeton University economist Alan Blinder, a former vice chairman of the Federal Reserve Board. 」

下線の部分は多分本当のところですが。次の文章にある a very substantial depreciation of the dollar が必要だとスノー財務長官が考えているかは分からない。しかし少なくとも、スノーもブッシュも「ちょっとドル安は必要」と考えているのでしょう。

基本的にはブッシュ政権はクリントンがプロ・ウォール・ストリートだったのに対し

て、プロ・メイン・ストリートに見える。鉄道会社の経営者だったスノーにウォール街的な発想が強くあるとは思えない。

ドル安は明らかにウォール街にとって好ましくない。先週の週末二日間にニューヨークの株価がどうなったかがそれを示している。ダウはほぼ史上最高値の水準から、わずか二日で262ドルも下がった。株が下がった以上に深刻だったのは、債券相場の値崩れである。

金曜日の米債券市場を見ると、株が二日連続してこれだけ下がっていれば「flight to quality」の動きもあって債券は買われても良いはずなのに売られて、指標10年債の利回りは5.19%と木曜日の5.162%から大幅に上昇している。この5.19%という指標10年債の利回りは、ウォール・ストリート・ジャーナルによれば「過去4年で最高」ということになる。つまり、金曜日のニューヨーク市場の状況は株も下がり、ドルも下がり、そして債券も下がった「トリプル安」だったということになる。

先週末のニューヨークの株式や債券市況を読むと、「ドル安が相場安の大きな原因」とはっきり書いてある。ドルが安くなると、ただでさえ金、石油、銅などの商品相場が高騰してインフレ懸念が強い中で、輸入物価が上がって国内インフレ懸念が強まり、インフレ懸念が強まればFRBが金利の打ち止めをすることも出来ずに、従って長期金利は上昇し、その長期金利上昇を嫌気して株価が落ちるという構図。金利が上がれば金利要因からのドル高の誘因は出てくるが、これは言ってみればたちの悪いインフレ・金利上昇だから、ドルに資金しばらくは集まらずにドル安が進むという図式。

「ドル安には口を噤んでおこう」というアメリカ政府の立場をある意味で援護しているのは、3月の貿易収支の大幅な改善である。ドル安傾向は4月のG7から顕著になったが、実はその前から徐々に進行していた。そのドル安がアメリカの3月貿易収支の改善に多いに役だったという見方がある。3月の米貿易赤字は、620億ドルで予想を大きく下回った。輸出が伸びたのだ。

アメリカ政府はウォール・ストリート・ジャーナルの記事の通りに、「国内市場に打撃が少なく、黙っていられる範囲では最近のドル安に静かにしていよう」と考えているに違いない。しかし、「口を噤んでおこう」というような後ろめたい政策は、あまり成功しない。こういう観測が強まれば強まるほど、ドル安には加速がかかり、ニューヨーク市場のトリプル安現象は進行する。

よってこの問題の着地は、トリプル安がやや深刻になって、「強いドルはアメリカの権益」とスノーが記者会見などで明確に言った時に、一段階を迎えると思う。

問題なのは、それでドルが止まるのかどうかだ。ブラザ合意の後もルーブル合意をもって市場にブレーキをかけようとした。しかし、ドル安はそんなところでは止まらなかった。市場のモメンタムは一度走り始めたら止めるのが難しい。そんな市場の原理を今のブッシュ率いる政権が知っているとは思えない。

《 U.S. might move to stem the decline of dollar 》

筆者は先週後半のニューヨーク市場の動きや、そもそもブッシュ政権が「人民元切り上げ」以上の為替戦略を持たない現状から見て、早晚、もしかしたら今週かも知れないが、ドルの下落に対する一定の歯止めに関わる行動を起こす可能性があると見ている。それは「口先介入」かもしれないし、はっきりした声明かもしれない。実際の米通貨当局による介入はないだろう。しかし、ニューヨーク市場のがたがたした動き、動揺から見て、「早晚、アメリカ政府はドル安に歯止めをかける」と見る。

第一の理由は、ドルは既にかなり下げた。最近のドル・円の高値は121円である。110円は9%のドル切り下げに当たる。米議会などで人民元の切り上げとして妥当な幅として取り上げられるのは20~25%というものだ。このまま人民元が動かずに円が対ドルで急騰したら、円の対ドルでの切り上げ幅が20%になってしまう。これは行き過ぎだろう。何よりも110円というのは日米双方にとって心地の良い最後のレベルである。アメリカ政府が止めに入って心地よいレベルといえるし、その後の努力はもっぱら中国に集めれば良い。

もしアメリカ政府がドル安に歯止めをかければ、今はうまく軟着陸するのも可能である。今の市場は、まだそれほどドル安懸念が強いとは言えない。アメリカではドル安懸念はインフレ懸念と同居することが多いが、金利差縮小説がある中でも、実際には日米間の絶対的金利差の大きさは、日本の国内金利の低さと相まって日本の投資家が再び高金利の外貨を買うに十分魅力的なレベル（頭と金利差）である。

アメリカがこれ以上ドル安を放置しない方が賢明であるとする理由の一つは、アメリカでのインフレ懸念の高まりだ。輸入物価はかなり速いペースで上がっているし、金、銅、石油など商品相場は著しく高値追いの状況にある。この週末アメリカの新聞の経済記事を読んでいて気になったことは、「inflation fear」という単語が頻繁に出てきたことである。

現在以上にドル安・円高が進行した場合に、難しい立場に立つことになるのは中央銀行だ。円が産業界や政府が嫌がるレベル以上に切り上がりかねない状況（例えば100円割れ寸前とか）では、日本銀行はなかなかゼロ金利解除に動けない。円高はデフレ圧力で、輸入物価を押し下げる。金利の上げはさらに円の魅力を高くするから、「円高加速の利上げ」と批判されかねない。

一方でFRBは利上げを打ち止めるのが難しくなって、overkillの懸念さえ出てくる。しかしドル安を背景にインフレ懸念が強い間は、金融政策の基本的なスタンスは、「引き締め」だろう。そうした状況下の利上げは、「悪しきインフレ」「悪しき利上げ」に見えるから、なかなか米金利が上がってもドルは底入れしない、という状況になる。

今週は既にニューヨーク市場でトリプル安の現象が生じている中で、アメリカ政府が現在のドル安に対してどういう態度を示すかが大きなポイントになるだろう。

アメリカ政府の為替に対する戦略のなさは、先週発表された国際経済・為替レート政策

に関する議会への報告（通称・米財務省外国為替報告書）によく現れている。

「This report expresses particular concern about the international economic and exchange rate policies of China and reaches the central conclusion that far too little progress has been made in introducing exchange rate flexibility for the renminbi. In the final analysis, however, the Treasury Department is unable to determine, from the evidence at hand, that China's foreign exchange system was operated during the last half of 2005 for the purpose (i.e., with the intent) of preventing adjustments in China's balance of payments or gaining China an unfair competitive advantage in international trade.」

少し人民元の動きに注意を払っている人間には、下線の判断は信じられない。最近の人民元の対ドルレートは「0」とか「5」で終わるケースが多いことから見ても、「中国政府は露骨に人民元相場を操作している」との見方が関係者の間から強く出ている。それを米財務省が認定しなかったと言うことは、認定したくない政治的理由があったと言うことだろう。中国に時間的余裕を与えたのか、胡錦濤とブッシュの間に何かの合意があったのか。その合意の中には、「人民元切り上げに関わる合意」「北朝鮮を巡る合意」「ボーイングなどの航空機の購入」などが考えられる。

この週末のFTなどが報じているところによると、半年に一回発表される同報告書は次回には米中間選挙の着前の10月15日に発表されるという。少なくとも言えるのは、今回の米財務省の判断は、それが正しいかどうかは別にして「中国に時間を与えた」ということだろう。中国の通貨当局者は最近世界の新聞に対して、「時間をもらった」と言っている。これはインフレ懸念が強まった中国がもしかしたらある程度の柔軟性を為替制度に持ち込む前兆かも知れない。しかし、これは分からない。人民元の切り上げ加速は、金融政策の引き締めに対応する。

仮に秋までに中国が何もしなければ、アメリカは次回の報告書では「操作国認定」を行うだろう。それは今回の不認定を議会が一番怒っている、その議会の選挙が直前に迫った時期である、という事情による。1兆ドルもの世界最大の外貨準備を持ち、巨額の貿易黒字を出している中国はいずれ自国通貨の切り上げに追い込まれるだろう。

今週の主な予定は以下の通り。

5月15日（月）

4月国内企業物価指数

3月機械受注・4～6月見通し

福井日銀総裁講演

米5月NY連銀製造業景況指数

米3月対米証券投資

5月16日(火)	4月消費者態度指数 米4月生産者物価指数 米4月住宅着工 米4月鉱工業生産・設備稼働率 米バーナンキ議長講演 米NY連銀総裁講演
5月17日(水)	4月首都圏マンション販売 3月鉱工業生産(改定値) 米4月消費者物価指数
5月18日(木)	4月日本製半導体製造装置BBレシオ 日銀政策決定会合(～19日) 米4月コンファレンスボード景気先行指標総合指数 米5月フィラデルフィア連銀指数 4月北米半導体製造装置BBレシオ 米バーナンキFRB議長講演 米アトランタ連銀総裁講演 米セントルイス連銀総裁講演 グリーンズパン氏スピーチ(債券市場協会) ブッシュ大統領と米3大自動車首脳が会談(ホワイトハウス) ECB理事会
5月19日(金)	1～3月GDP(速報) 3月景気動向指数(改定値) 福井日銀総裁記者会見 OPECなどが主催する世界のエネルギー需要に関する会議(オスロ)

先週行われたFOMCは、予想通りの展開でした。5%への利上げを決定し、今後については「経済指標次第」と。しかし全体的な状況から判断するならば、中断があるかと利上げは続くだろう。つまり、次回休んだとしても、その次はまた上げるといった状況になるのではないかと。なぜなら、アメリカでは徐々にインフレ懸念が強まっている。その状況はしばらく続くだろうと考えられる。

《 have a nice week 》

雨がちだと思ったら、沖縄地方は梅雨入りと。ちょっと早いような、残念なような。ま

あ世界的にこれだけ「水不足」が言われている時期なので、日本は梅雨故に「水に恵まれた国」だとは思いますが。

松井選手の負傷はショックでした。ずっと応援していますから。ただし、松井の回復は基礎体力の強さから言って、普通の人間よりちょっと早いかもしれないなんて考えています。実際に会ったことがあるのですが、とにかく横に立つと「別の人種か」と思うほどでかい。実に頑丈そうな選手でした。

打撃がそれほど好調とは言えない時に起きた事故ということでこじつけに聞こえるかも知れませんが、僕は今の松井は心技体のどの面においてもバランスがやや悪かったと思う。よって、少し体の切れがなかったと。私は見られる試合は全部見ていますから、例えば去年の表情などと比較してそう思う。それが、判断力、芝生につっこむときの姿勢などで、やや結果的に不注意な方向に最後の最後に判断が向いたのかも知れない。

それが何だったのかは分からない。ヤンキースというチームにいることの飽きだったのかも知れないし、WBCに出なかったことの反省かも知れないし、また「そろそろ結婚しなきゃな」と思っているかも。プライベートで何かあったのかも知れない。

ま、いずれにせよ、怪我はしてしまった。連続試合出場も途切れた。少なくとも2～3ヶ月は試合がない、というか出られない。これは私のずっと前からの意見だが、松井は結婚すべきだと思う。また精神状態が違ってくるのだから。もし飽きがあるとしたら、それが変わる可能性がある。

松井は必ず復活すると思います。頑張ってください。

《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。》