

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1876号 2007年05月21日(月)

## 《 no reason to keep buying yen 》

何かの機会や理由があれば円高に動き出すのだが、その後も円を買い続ける材料がなくて結局は円安に戻る、ということが続いている。先週後半の市場もそうした動きで、人民元の一日の変動幅拡大(0.3%から0.5%への)のニュースでアジア通貨全般が高くなった際には対ドル、対欧州通貨、対オセアニア通貨全般で円が高くなる動きが見られたが、それも数時間の命だった。

もっとも中国の今回の動きは、今週火曜日(22日)から始まる米中戦略経済対話に向けた中国の広報戦略の一環であり、枠内であっても人民元の値動きをすべて管理している中国当局としては、「時と場合によって、中国の人民元が大きく動いた印象を残す余地を広めた」という意味合いしかなく、相場材料としても弱いものだった。つまり中国にとっては広報材料のドレスアップの意味合いしかない。いずれにしろ、人民元は一挙手一投足を中国当局によって管理されているのだから。

それよりも考えさせられたのは、「では一体、円を持続的に上昇させる材料とは何か」という問題である。むろん相場には基本的には局面局面で大きく二つの方向性がある。上がるか、下がるかである。しかし最近の円相場を見てみると、かつてのように持続的に一本調子に円安が進むというには大分無理がある動きになってきている。それはチャートを見ても明らかだ。円安に行くには警戒感が強いことを示すチャートになっている。

日銀が「消費者物価が足元マイナスの動きを示していても、先行きに確信が持てれば利上げをする」とまで言っているのは、円をこれ以上安くしたくない日銀、または福井総裁としての意志表示だろう。相場的にも、当局サイドの意志としても円安の限界は徐々に見えてきているのである。しかし、繰り返すが「では円を持続的に上げるだけの材料は何か」と聞かれれば、今はないように見える。先週末もそうだった。

相場の流れが大きく変わるためには、二つ条件があると思う。

1. 市場センチメントが大きく変化すること
2. それを裏書きする大きな材料が存在すること

ここで言う「材料」とは、当局の意志を含むし、大きなファンダメンタルズの相場材料も含む。当局の意志としては、G7でレベルと円安進行への警告が出ている。片方は整って

いるのである。しかももう一方の「ファンダメンタルズ材料」が依然として円を安くする方向に働いている。何回も指摘してきたが、「土日にも入る金利差に基づく収益」は、相当な材料がなければ持続的に相殺できない。「borrow yen and invest high-yielding currency」という投資戦略は非常に円資産を持つか、円を借りている投資家にとって魅力的なのだ。

もっとも当局の意志はあるが、それが堅固かと言えばそうではない。基本的には当局の意志の中で外国為替市場に一番影響力のあるのは、世界最強（経済規模や外交力、軍の力など）の国であるアメリカのそれだが、アメリカは「相場は市場に任すべき」「今の円は市場の圧力で決まっている」と全く静観の姿勢だし、G7 も同じ声明を繰り返しているに過ぎないし、そもそもこの週末の動きを見ると G7、または G8 の中に「何かを協力してやろう」という雰囲気はない。この点についてはまたあとで述べる。

結論は先週と同じになってしまうのだが、先週末の相場の動きで改めて示されたように、「円安の限界は徐々に見えてきている。しかし円は持続的に円高方向に向かわせる力はなく、一時的な円高が起きても巻き返されている」ということだろう。しかし潜在的な円高圧力が貯まってきていることだけは承知していた方が良い。

### 《 centrifugal G8 》

サミットを前にドイツのポツダムで開かれた G8 は、グループの世界経済運営に対する、また市場に対する意志表示の力が弱まっていることを明確に示しました。なによりも基本的なことに、メンバーが揃わない。

前回のワシントンでの G7 には、ドイツのシュタインブリュック財務相が欠席しましたが、今回の G8 にはポールソン米財務長官と、隣国フランスのボルロー仏経済財務雇用相も欠席した。後者はドタキャンに近い。加えて次期首相が決まっているイギリスのブラウン財務相は早退。フランスの新しい担当大臣は、肩書きが長くなったことでも分かる通り、管掌分野が増えたから「G8 なんかよりも内政が重要」と考えたのかも知れない。何せ「雇用」まで担当しているのだから。フランスは今回の組閣で、閣僚の数を大幅に削減した。としたら、フランスは今後も G8 について同じような態度を続けるのか。

いずれにせよ、私の記憶では「最近ではもっとも開催意味のなかった G8」となった。来年のサミット開催を控えた日本政府は、G8 とサミットの空洞化を何としても避けたいという意向のようだが、世界各地が成長センターとして登場してきている現状を見れば、例えば今年のドイツでのサミットも「一体何のために」という疑念が沸く。今回の G8 は最初から合意が難しい「ヘッジファンド規制」や温暖化防止が話題だったが、それは筆者が知っていた G7 や G8 が取りあげるべき話題としては脇役だ。

もっとも今回の G8 の声明を見ても、「世界経済は引き続き堅調で、より均衡がとれた成長になっている」としているから、あまり危機感はないのだろう。肝心のヘッジファンド問題については、以下の声明を用意するのが精一杯だった。

「ヘッジ・ファンドを含む近年の国際金融市場の動向につき議論を継続。ヘッジ・ファンドは、クレジット・デリバティブなどの先端金融技術・商品の隆盛とともに金融システムの効率性に大きく貢献している。しかしながら、これらの活動に伴う潜在的なシステミック・リスク及びオペレーショナル・リスクの評価は、一層複雑・困難化。ヘッジ・ファンド業界の急速な成長及び取引商品の複雑性の増加を踏まえ、警戒する必要を再確認。

この観点から、金融安定化フォーラム(FSF)による高レバレッジ機関に関する2000年報告の改訂を歓迎し、その提言を支持。ヘッジ・ファンド業界は、改善された慣行を期待する官民の動きに応じ、特にリスク管理、価格評価、投資家及びカウンターパーティー（銀行など取引の相手方）への情報公開の分野において、ヘッジ・ファンド運用担当者のための既存の適正実務慣行の基準を見直し、強化すべき。

カウンターパーティーや投資家は、正確で時宜に合ったポートフォリオ評価やリスクに関する情報を入手するなど、市場規律の実効性を高めるよう行動すべき。監督当局は、主要な金融機関が、継続してヘッジ・ファンドに係るリスク管理慣行を強化するよう仕向けるべき。カウンターパーティーの監督にあたっては、関連当局は動向をモニターし、当局間で協力すべき。FSFは、これらの提言の履行の進捗に関して、本年10月以降、大臣に報告することに合意。」(財務省のHPから)

こうした先進各国の足並みの乱れ、センター意識（世界経済の中心に我々が座っているという一種の責任感）の喪失は、実際のところ世界経済のパワーセンターが拡散している中では（従来のG7諸国に加えて、インド、中国、そして最近ではロシア）、徐々に進行するのだろう。規制をすれば良くなるというものでも全くないが、世界経済の規模が拡大し、世界を駆け回るお金の量が増えている現時点では、「世界経済の司令塔不在」はやや心配な事態ではある。その意味では、この週末のG8に関する日経の記事が、

「潜在リスク 克服手探り」

「サミット どう協調」

と見出しを付けていたのは端的な表現で頷けた。

### 《 weak Japanese stock mart 》

先週発表になった日本の1 - 3月期のGDP統計は、数字自体は予想通りだが、株式市場の反応を見るまでもなく内容はやや先行きに不安が残るものだった。景気の牽引役としての設備投資が落ちてきたのはある程度予想されていたが、消費の伸びはあまり形が良くないし、輸出依存は円安状況の中での進行である。消費は雇用者の所得が伸びない中で進ん

であり、日本人のかなりの人がフローで消費している現実を見れば、所得の伸びが基本的に止まったままの今の状態は、消費者を先行き楽観的にさせる状況が特にないと思われる現在では、持続は難しい。

そうした背景があることを念頭に置きながらも、先週一週間の市場で目立ったのは日本の株式市場の低迷である。先週の後半に掛けては出来高も落ちてきた。しかしこれは、

- 1 . 日本の国内に機関投資家の運用総体に占める株式の割合が非常に高くなってきていて、今以上には上げられない。むしろ株価が上がると社内規則上ウリを先行せざるを得ない
- 2 . 日本の個人投資家にとっては、ニューヨークが高値更新をしているなかでも、また好材料が出てもし上げないような東京株式市場への関心は失せるし、高い金利を誇る外貨への投資、インドや中国など上がりやすい市場が海外に存在して、そちらに資金を回せばよいだけの話である
- 3 . 外国人投資家にしてみれば、国内投資家が買わないような市場に資金を入れることはないし、連日高値を更新しているニューヨークを初めとして、他の先進国市場にも面白い市場はあるし、新興国市場も面白い

ということでしょう。そう考えれば、ボラティリティーの落ちた東京の株式市場など興味の範囲外、と言える。もっとも、他の市場が魅力を失えば（高値警戒や金利差縮小）、世界の資金が東京市場に戻ってくることも予想される。しかし、今のところはそれがはっきりとは見えない、ということだろう。

今週の主な予定は以下の通りです。

5月21日（月）	4月全国コンビニエンスストア売上高
5月22日（火）	4月全国スーパー売上高 日銀政策決定会合議事録公開（4月9～10日分） 第2回米中戦略経済対話
5月23日（水）	3月全産業活動指数 米MBA週間住宅ローン申請指数
5月24日（木）	4月貿易収支 米4月耐久財受注 米4月新築住宅販売 ECB理事会 香港市場休場
5月25日（金）	5月都区部・4月全国消費者物価

米4月中古住宅販売

米債券市場短縮取引（メモリアルデーの前営業日）

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。日曜日の良い天気でした。土曜日にも私の場合朝方はちょっと降られましたが、その後は良い天気だった。結婚式には良い時期ですね。結婚式と言えば、都内の式場は混んでいる。私も5月は一つ結婚式がありました。

そう言えば、日本でも「ジューン・ブライド」と言う。6月の花嫁は良いと。しかし私は、「そりゃ、あまりにそのまんまじゃないか」と思っているのです。イギリスでは確かに6月が新緑の季節で綺麗です。しかし6月は日本では梅雨の季節。日本は「5月の花嫁」が一番いいし、綺麗だと思うのですが。

ところで、先週は本屋さんで何気なしに手に取った一冊が読んでいて面白かった。かねて私は、例えばNHKの大河ドラマ（ほとんど見ませんが）が、「どのくらい歴史に忠実なのか」はかなり怪しい、と思っていた人間です。今英雄とされている人が、本当にその時代にそうだったのかは分からない。江戸時代の講談本なんかで持ち上げられてそのままという人も多いのでは、と疑っていた。そして今でも英雄話が拡大していつている。

この本は、そういう事例を「(私のように)思っていた」ではなくてある程度実証的に扱っている本。私が特に面白いと思ったのは、第三章の「ウソっぱちの名場面」と第四章の「おかしい風景」。第一章の「怪しい人達」と第二章の「歪められたヒーロー達」は、あまり意外感はない。山本勘助なぞ、ドラマが始まる前から「怪しい存在」でした。ま、ヒーローとは歪められるものです。どちらか一方に。しばしば良い方に歪められるからヒーローになれる。でも人間は両方持っている猛々しさと臆病さと、剛胆さと慎重さと。それを片方だけ強調するからヒーローや悪者です。

しかし、「日本の古来の馬は、今のポニーの大きさだった」といった実証的な例を示されると、膝を打つしかない。これは発掘で出てきますから。そうすると、黒澤明監督が撮影した馬は、当時使われていた日本の馬よりかなり大きかったと分かる。大きいから見栄えが良かったのに。とすると、騎馬戦なんてのは今我々がテレビ、映画で見るほど勇壮ではなかったし、この本によればそもそも騎馬戦なんてのはほとんど存在しなかったと言うことになる。甲冑をつけて移動するシーンも「ありえない」ということになる。

実際の戦闘では「刀(かたな)」があまり役に立っていなかった、役に立っていたのは弓であり、その後は鉄砲だったし、意外なことに石とか礮が案外大きな役割を担っていたというのも面白いし、その通りだと思う。刀を両手では構えなかったというのも本当だと思う。

軍隊を動かす、ロジスティックを行うという意味では、武將は経済に明るくなくては出

来なかった、というのも面白い指摘だ。我々が今考えている以上に、戦争に参加するかどうかの決定は武士一人一人、武将一人一人にとって「チャンスかどうか」「損得」だったはずで、また後日談が戦闘や合戦に関して「そうならざるを得なかった」と必然性を強調するのは虚構であり、歴史がかなり偶然の重なり合いというのも確かだと思う。

歴史を複眼的な目で見るとはちょっと読んでおいた方が良い本です。歴史ドラマを見ながら、「本当はこうじゃなかったんじゃないかな」と疑り深くなることは確かですが、それもまた楽し……です。

それでは皆様には、良い一週間を。来週は移動の最中で、このニュースはお休みの可能性があります。

*《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。》*