

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1683号 2003年05月12日(月)

《 the probability of an unwelcome substantial fall 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. 米金融政策が「デフレ対応」に舵を大きく切ったことから、ドルの先行き軟調推移の見通しが一般的となった。それを先取りするかのように、先週後半の市場ではドルが対円、対ユーロで大幅に下落した
2. 今週のポイントは、中長期的には引き続きドル安展望が強い中でも、対円、対ユーロでの当面の下げを先週に一応こなしてしまったかどうかだ
3. 日本の通貨当局の115円台半ばからの執拗な介入が予想される中では、また市場規模縮小の中で介入の実効性が高まっている環境下では、ドルが一気にこの介入ポイントを突き抜けて円高に進むとは予想されない。一方で、ユーロ高はジリジリと進む可能性がある
4. こうした中では、引き続きユーロ・円など円と他通貨の関係が大きな動きを示そう。最近の日本通貨当局の介入が対ドルのみならず、対ユーロでも行われている現実から見ると、介入が予想される対ドルよりも、対他通貨での円安進行の可能性が強い
5. 今週はアメリカで卸売、小売の二つの物価統計が発表され、「アメリカの物価状況」に視線が集まる。景気指標も数多く出るので、アメリカの景況への関心も高まるはずだ。また、「半歩前進」と言われる小泉政権の対株式市場姿勢がどのように変化し、どのような対策が打ち出され、株価がどう反応するかも注目だ

アメリカの金融政策が「デフレ対応」になったことは、先週のFOMC後の声明に明確に示された。この声明に関しては一部の顧客の方には既に解説を送っているので簡単にだけ触れておく。ポイントは「米金融政策が抱えた新たなリスクの所在」として「the probability of an unwelcome substantial fall in inflation」(歓迎できないインフレ率の大幅低下の可能性)を挙げた点。それが実際に発生する可能性に関しては、「though minor(小さい)」としながらも、「インフレ率の大幅低下の可能性」の方が、「that of a pickup in inflation from its already low level」(既に低い水準からインフレ率が上昇するリスク)より大きいとした点だ。英語声明のポイントとなる部分は以下の通り。

「Although the timing and extent of that improvement remain uncertain, the Committee perceives that over the next few quarters the upside and downside risks to the attainment of sustainable growth are roughly equal. In contrast, over the same period, the probability of an unwelcome substantial fall in inflation, though minor, exceeds that of a pickup in inflation from its already low level. The Committee believes that, taken together, the balance of risks to achieving its goals is weighted toward weakness over the foreseeable future.」

この一文をもって、アメリカの金融政策ははっきりと「デフレ警戒モード」に入った。これを政策遂行論から極論を言えば、景気が比較的好調でもデフレの兆候があれば、FRBは利下げをする可能性があるということである。今回のFOMC声明を見るとなかなか味のあつた文章で、とりあえずは今までのグリーンスパンの「地政学的リスクが終われば景気は良くなる可能性が強い」との楽観的見方を大切にしている。だから現状では、景気リスクはバランス状態だとしているのである。そこで、短期金利の誘導目標は据え置く（1.25%に）との結論を全員一致で出した。しかし一方で、FOMCは声明の中に「デフレのリスク」を明確に書き入れたのである。

《 a major break from over 40 years of central-bank strategy 》

この声明を分析したウォール・ストリート・ジャーナルの書き出しは

WASHINGTON -- The Federal Reserve left interest rates unchanged but signaled a major break from over 40 years of central-bank strategy by hinting it may cut interest rates later solely to keep the inflation rate from dropping further.

というものだった。戦後ずっとFRBの金融政策の最大目標は「インフレを押さえ込むこと」だった。70年代、80年代の高率インフレの時代を振り返ってみれば、それがよく分かる。ところが今回のFOMCの声明は、「インフレ率が既に低い水準から一段と下がること」を阻止するために発動する可能性を強く示唆した。つまり、今後アメリカの金融政策（金利の引き下げ）を、インフレ率を引き上げる為に発動する可能性を示唆したのである。

これははっきり言って「パラダイムの変化」だ。「パラダイムの変化」が、金融市場に影響を及ぼさないはずがない。声明発表直後の金融市場の動きを見れば、その大まかな方向性はほぼ理解できる。金利低下、債券高騰、そしてドル安である。「パラダイムの変化」に関わる理解が進んでいる間は、その織り込みが続くことになる。

こうした中で、株価が高値を追えるかどうかは状況次第である。デフレがあらゆる価格水準の見直しまで進むとすると、株価も見直し対象となって大きく下がる可能性がある。なぜなら、今までのものの値段には我々はインフレ・プレミアムを込めてきていた。将来

の「物価上昇分」を織り込ませていたのである。土地でも株価でもそう。しかし、インフレの時代からデフレの時代になると、そのプレミアムは剥落してくる。かつ「脱デフレ」が容易でないということが認識として広がると、土地、株の値段から「インフレ・プレミアム分」が徐々に抜けることになる。日本はその代表的な例だ。

デフレ時代には、モノの値段のベースが変わってくる。当然金融市場の状況から言うと、金利は大幅に下がる。アメリカもゼロ金利になる可能性が強まるのである。日本はすでにゼロ金利。デフレの初期においては、日本がそうだったように「(すべてのモノの)価格レベル」への強い疑念が生まれる。それが今のアメリカで生じたら、住宅価格などは大きな調整に見舞われる可能性が高い。

先週後半に見た FOMC 関連の FT 記事の一つは、「Global slowdown raises specter of Germany and US following Japan into deflation」という見出しだった。ポイントは、この短い見出しの中に、世界の3大経済大国の名前がすべて入っているということである。むろん、ドイツやアメリカが日本型のような粘着的なデフレ環境に陥るかはこれからの問題だ。FOMC も「the probability of an unwelcome substantial fall in inflation」(歓迎できないインフレ率の大幅低下の可能性)が「実際に発生する可能性は小さい」としている。

しかし、FT が「低インフレで経済を運営するのは、低空での飛行に似ている」といっている通り、世界経済にとっては好ましいことではない。余力の喪失である。既にドイツ、アメリカでもコアのインフレ率は2%を切っている。異例な低水準だ。今後はイラク戦争が終わって石油価格が落ちてくる。コア以外の物価指標も低下する可能性が強い。来週はアメリカで二つの物価統計が発表される。市場はその数字に注目するでしょう。

《 dollar movement 》

ドルは FOMC 声明を受けて大幅に下がりました。アメリカでの金利低下予想が強まり、ゼロ金利に接近する可能性が強いこと、日本と違ってアメリカは対外収支が大幅な赤字であり、予算赤字も増加する可能性が高いこと、ドル高の期間がしばらく続いたあとであること、などがドル安連想を誘った。先週末の段階で、一時ドルは対円では片足115円台まで下げた。対ユーロでは1ユーロ = 1.15ドル台を記録した。今週の問題は、このドルが一段と下げるかどうかだろう。

既に日本通貨当局の介入の噂は出ている。先週の木曜日の市場では、ドルが片足115円台に落ちた後に116円台を徐々に値を回復した過程で、「日本の通貨当局の委託介入か」という噂がニューヨーク市場で出た。この介入は確認されていない。

先週はたまたま日に日本の財務省より今年1~3月の外国為替市場での介入実績が公表された。そこから出てきたポイントは三つ

- 1．介入が覆面形式で実施されたこと
- 2．結果、介入規模が小さい割には効果が大きかったこと
- 3．高値圏で推移していたユーロ・円でも行われていたこと

である。最近数年間の介入が効果的になった理由としては、外国為替市場の取引規模が全般に縮小する中で、介入の玉の持つインパクトが大きくなっていることが指摘できよう。機関投資家などが大規模な取引を行っていた80年代、90年代においては、介入はよほど市場のサプライズを誘うものか、大規模、かつ持続的でなければ効果は限られていた。しかし、最近の市場では取引規模が縮小する中で、相対的に介入の玉が持つ存在感は高まっており、アゲインスト・リスクとコストを考えない介入のインパクトは高まっている。

介入が「覆面」で行われたということも、市場の疑心暗鬼を高める効果的な役割を果たした可能性が高い。とすると、今の市場では一気に115円の半ばにある介入ポイントを突き破って円が110円に向かって急騰するとは考えられない。むしろ政府の意思次第だが、日本政府の持続的介入姿勢から見るとそう予測することができる。日本の経済環境が円の急騰を示唆していないことも挙げておく必要がある。むしろ、ドル・ショートがたまった状況では、今週の末にもドルが一時的に反騰する可能性もあるとみたい。

先週後半に同じようにドルの急落に直面したと言っても、ユーロの事情はかなり違う。中長期的にはユーロ金利も低下の予想が強いが、先週欧州中央銀行は2.5%に、イングランド銀行は3.75%に金利を据え置いた。アメリカとの金利差は圧倒的にヨーロッパにフェアーである。また、通貨の上昇に関しても、それを極端に嫌がる日本と違ってヨーロッパはドイゼンベルク総裁の発言を待つまでもなく、特に中銀サイドとして問題視している兆しはない。これに対してこの週末にスノー米財務長官は米国の為替政策に関して、「強いドル政策」を維持するとの方針を明らかにしながらも、「一段のドル安は輸出拡大につながる」とも述べて、一面ではドル安を歓迎する意向を示している。こうした状況では、ユーロ高が進むのは自然と考えられる。

一方、8日に発表された日本通貨当局の1～3月の介入実績によれば、日本の通貨当局は既に対円で上昇しているユーロに対しても、規模は小さいが、しかしかなりの回数に渡って「ユーロ買い・円売り」の介入をしている。通貨に対する日本と欧州の姿勢の違いを見れば、ドル・円で上昇余地を限られる円は対欧州通貨で値を下げると考えるのが自然である。

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|--------|------------------------|
| 12日(月) | ユーロ圏財務相会合 |
| 13日(火) | 日本の3月の機械受注
米3月の貿易収支 |
| 14日(水) | 米4月の小売売上高 |

	米4月の輸出入物価
	米韓首脳会談
15日(木)	米4月の鉱工業生産・設備稼働率
	米4月の生産者物価指数
	米5月のフィラデルフィア連銀指数
	サミット財務相会合
16日(金)	米4月の消費者物価指数
	米4月の住宅着工件数
	米5月のミシガン大学消費者信頼感指数
	G8 財務相会合

《 have a nice week 》

暖かく穏やかな週末でした。変な形で休みがからむ5月はじめまでの連休気分がやっと抜けてきた状況だと言える。中途半端な休みが多いと、体調も狂ってしまう。

それにしても、最近は店の入れ替わりが激しい。家の近くにあってしばしば出前を頼んでいた蕎麦屋が廃業、青山でよく行っていたワイン屋さんの「タストバン青山」の経営者は変わった。そのほかでも、青山とか骨董通りを通っていると、店の変化に気が付く。先週の後半だったと思ったが、青山3丁目から青山北団地の短い間を歩いたら、道路の左サイドに今まで見たこともない店がいくつもオープンしている。連休中にオープンした店がどうも多いようだ。

新陳代謝といえばそうだが、経営環境が厳しい中で最適形態を求めているいろいろな事業者がトライ・アンド・エラーをしているのでしょう。そのなかから良い店が出てきてくれれば良いのですが。

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》