住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第２０３１号　　２０１０年０８月１６日（月）

《 What Japanese government can do for the market 》

今週も「緊迫場面」が多い展開になろう。円高が進行した場合には、総理大臣が「注視を指示」し、中銀総裁が「注意深くみていく」とした外国為替市場で、「では日本政府は何をするのか」という緊張感が高まるだろうし、世界の株式市場では日経平均の９０００円割れやニューヨーク・ダウの１００００ドル割れなどの可能性があり、その場合には各国経済の先行きへの懸念が高まり、市場には緊張感が高まるだろう。欧州の情勢もアイルランドや南欧を中心に債務問題の深刻さが改めて浮き彫りになってきている。中国など途上国経済の行方も心配だ。

むろん、市場の「緊張場面」というのは通常はそれほど続かない。いったん緊張場面になると、政策転換などの話が出て今までの動きが逆転したときの場合に備えて、市場参加者がポジションを軽くするプロセスが一度は出てくるからで、その際に相場はしばしば今までとは逆の動きになる。つまり今まで一方的な動きが修正されて、しばらくの間小康状態を示すことがある。今週はその期間に当たる可能性がある。しかしそれは大部分のケースにおいて実際に大きな手が打たれなければ短期間だ。

政策転換が経済や市場の流れを変えるほどにパワフルなものであれば、また市場の認識を大きく変えるに十分な材料が出てくれば状況は変わるが、小手先のものだと市場はそれに失望し、多くのケースにおいて“当初の好奇心”を達成しようとする。例えば今の場合だと、「円高の限界」を試そうとする。株価では日米ともにデフレ的環境下での「当面の安値」がマーケットの好奇心だ。

――――――――――――――――

日本の通貨当局が先週の後半になって急に円高を懸念する「リップサービス」をするようになった背景には、円高が日本経済におよぼす悪影響に関してやっと民主党政権の幹部の間に「このままでは事態は深刻になる」との認識が強まったからだろう。それまでは９月１４日の代表戦の事が頭の大部分を占めていたはずだが、株価がおかしくなり、おそらく民主党に近い経済界の人たちからも、「どうにかしろ」と言われて急にその気になった、というのが実情だと思う。

こういう時の政界の動きは、「認識とアクションが遅れた分だけ反動がつく」という側面があるから、政府が日銀に対して強く当たるとかの副作用を生む可能性が高い。今週はその面で、言われている菅首相と白川日銀総裁の会談が実現するかどうかが一つの焦

点だ。前回実現したのは昨年１２月２日で、このときはドバイ・ショックによる円高時だった。このとき日銀は金融緩和を打ち出した。実現すれば「見守る」だけではすまないだろうから、考えられる二つの措置、すなわち

１．　アメリカ、欧州の意向をある程度無視しての市場介入
２．　「新型オペ」拡充などによる金融緩和策

のうち、新味のある金融緩和策を担当せざるを得なくなる可能性がある。しかしそれで円高が止まるかどうかは不明だ。アメリカや欧州から了解を取れない介入も効果には疑問が残る。しかし国内政治的には「何かをせざるを得ない状況」が醸成されつつあるなかで、当面は筆者は日銀の措置を予想する。

《 different situation 》

ドル・円相場の円の史上最高値は、１９９５年４月１９日につけた７９円７５銭である。今の相場はそこまで数円のところにあり、相場環境によっては達してもおかしくない状況だ。相場レベル的には近い。しかし、当時はディーリング・ルームにいて状況を良く知る人間として言えることは、「今と当時では市場環境は相当違う」ということだ。介入が順番として劣後すると考える理由がここにある。

当時の市場は酷く荒れていた。ほんの短い時間に何十銭と相場が動いていたし、相場も two-way market が成立していたとは言えず、相場は「走っていた」。円高の方向に。かろうじて two-way market が成立していたとしたら、それは介入が入った時だった。その介入は、経済状態が良く、日本がデフレになることを回避したいアメリカの暗黙の了解を得て行われていた。世界経済を回復軌道に乗せるためにサマーズ以下のアメリカの高官も日本の介入を黙認したのである。

しかし今のマーケットは「荒れている」「無秩序」とはとても言えない。「市場が無秩序（disorderly）になっている」ことこそが、変動相場制開始以来のもっとも普遍的な市場介入理由だったが、そこが今は弱いのである。かつアメリカは「今後 5 年で輸出を倍増させ、それにより２００万人の雇用を」（オバマ大統領）と言うくらい輸出に自国の成長をかけており、その為にどちらかと言えばドル安指向である。欧州の当局者も日本の新聞に、「日本の介入を歓迎しない」と述べている。どのクラスの人への取材だか分からないが、まあそうだろう。ドイツなどはユーロ安で輸出ブームであり、欧州は間違いなくこのエンジンを失いたくない。

しかし筆者は「市場との駆け引きの必要性」の面からも、「介入」という手段を常に保持し、時には諸外国の承認がとれない場合でも市場環境を理由に介入のカードを時に切るべきだと考えている。今のように市場に「手詰まり」を読まれ続ける状況は芳しくないし、日本の政策当局者の手腕を市場に疑われる。実際にそれほど手練れではないにし

ても、市場に侮られるのは良くない。

――――――――――――――――

先週開かれた日米の中央銀行の政策決定会合では、日本は景気見通しを変えなかったが故に政策も変えなかったが、アメリカのFOMCは明らかに景気認識を変えて、それ故に将来の一段の金融緩和に繋がる措置を発表した。FOMCが景気判断を変えたのは、声明に使われている単語を見れば明らかで、景気は「鈍化」(slow)になり、物価の基調は「低下した」(trend lower)になった。政策金利の誘導目標は変えなかったが、声明で打ち出された措置は「FRBバランスシートの維持」という限定条件付きの米国債の買い付け再開・継続だが、場合によってはより強い金融緩和措置を打ち出すことを感じさせる内容となった 。

声明の第一パラグラフにFRBの景気判断が、第二パラグラフに物価判断があるが、景気は”鈍化”、物価は”デフレ化”の方向にあると判断している。第一パラグラフで印象に残る文章はまず、「the pace of recovery in output and employment has slowed in recent months」であり、次に「the Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, although the pace of economic recovery is likely to be more modest in the near term than had been anticipated. 」だろう。

冒頭の文章はそのまま景気鈍化の判断を下しているが、二番目に紹介した文章は、「although」の前をしっかり読むか、それとも最後に来た文章をより強く感じるかで意味合いが分かれるし、多分分かれるようにFRBは作った。文章的には日本人は「although」の後を訳して、その後前半を訳すように教わっているケースが多い。例えば

「景気回復のペースは予想されたよりも当面はより弱いものになるだろうが、FOMCとしては物価安定という筋書きの中で設備稼働率は現状より高い水準に徐々に戻ると予想する」

といった形だ。しかしこれについては私はずっと間違いだと思っていて、日本人でもアメリカ人でもやはり最後に来た文章の方が記憶に残るはずだと思う。しかも今回は「,athough」となっているので、訳し下げるのが正しいと考える。ということはFRBは「当面景気は悪い」と見ていると言うことだ。第二パラグラフはデフレという単語も出てこないし、デフレ懸念も出てこない。しかし第一パラグラフよりかなり短い文章には、FRBが当面インフレ懸念を解除したことが伺える。ということは、単語としては使わなかったが、FOMCの委員の大部分の脳裏には「デフレの恐れ」があったということだ。

打ち出された措置は予想された

１．住宅ローン担保証券（MBS）や中長期国債の購入再開

２．FOMC 声明文でゼロ金利維持に関する文言を強めるなど、景気支援姿勢の明確化
３．金融機関が当局に預けている準備預金向け金利（年 0.25%）のゼロへの引き下げ

の三つの措置の中で、「FRB のバランスシート維持という形での（１）」だった。と言うことは控え目であるということだ。ウォール・ストリート・ジャーナルがこの FRB の行動について見出しで使った文章は、「Fed tweaks strategy to support growth」という形で、「tweak」という見慣れない単語を使った。これを調べると、「微調整」と出てくる。この新聞も、今回の FRB の措置を「控え目な微調整」と読んでいることが分かる。

つまり、今回は「微調整」にしておいて、本当に景気が悪くなったときの措置を残したと読める。

――――――――――――――――

今週の主な予定は以下の通り。

８月１６日（月）	４ー６月ＧＤＰ（速報）
	７月首都圏新築マンション販売
	６月第３次産業活動指数
	米８月ＮＹ連銀製造業景気指数
	米８月ＮＡＨＢ住宅市場指数
	インド７月卸売物価
８月１７日（火）	米７月生産者物価
	米７月住宅着工件数
	米７月鉱工業生産・設備稼働率
８月１８日（水）	６月景気動向指数（改定)）
	７月日本製半導体製造装置ＢＢレシオ
８月１９日（木）	６月全産業活動指数
	米８月フィラデルフィア連銀指数
	米７月コンファレンスボード景気先行指標総合指数
	７月北米半導体製造装置ＢＢレシオ
８月２０日（金）	７月コンビニエンスストア売上高
８月２１日（土）	豪総選挙

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。私は都内を結構あちこち移動しましたが、結局東京からは一歩も外に出ませんでした。長距離を移動した方々は大変だったと思います。中には今朝家に帰り着いたと行った方もいるのではないでしょうか。帰省は今日当たりまで続く。近くの車のディーラーはお休みを１７日までとしていました。

毎年この時期には、終戦、御巣鷹山、帰省などに関連したニュースがかなり量的には

あって、それらである程度ニュースが埋まってしまう。よって日本のニュースはあまり面白くないのですが、その中では今朝の朝日の「北京の書店から」「村上作品の翻訳者をめぐる熱い議論」は面白かった。それは中国でも村上作品の「1Q84」のブック１と２がベストセラーに入っていることを報じている。知らなかっただけに興味深い。中国の人々はこの最新村上作品をどこに魅力を感じているのだろう。

それにしても、夏はどこに行っても子供が多くて良い。特に先週は。「日本にもこんなに子供がいるのか」と。むろん、駅の中を歩くのでも普段の暗黙のルールが使えないから、そりゃ大変です。あちこちでぶつかる。しかし新幹線の乗り場にこれだけ子供がいるのは壮観です

それでは皆様には暑さが続く中、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）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が、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にお願い申し上げます。》