

ガソリンが高い。先日給油したところなんとリッター144円。根がケチな私などは、給油の際に「満タン！」と威勢よく言えず「20Lだけお願いします」と学生時代以来の刻み給油をせざるを得ない。また無駄なアイドリングを止めてみたりするのだがこう高いと焼け石に水。世間でもいろいろな節約方法が盛んなようで、カーショップではガソリン節約グッズの売上がこの夏倍増しているそうだ。

海の向こうの米国でも状況は一緒のようで、ガソリン小売価格は昨年末の1ガロン2.19ドル(約67円/L)から、8月には3.03ドル(約92円/L)と4割近い上昇となった。このエネルギー高の影響で、米エネルギー消費のGDP比率はオイルショックが続いた70年代半ば以降の水準に迫っている。このため、米消費者の負担感は高まっており景気への悪影響が懸念されている。さらに心配なのは利上げの影響から住宅市場が急減速していることだ。多くの米消費者は、住宅価格上昇をテコに住宅ローンを多めに借りて消費に回してきた。ここ数年米個人消費が堅調に推移してきた背景にはこの資産効果があったのだが、住宅市場減速と住宅価格鈍化から消費者の余裕は少なくなりつつある。つまり足元の米消費者は原油高と住宅減速のダブルパンチ(図①)を受けており、米経済も転機を迎えつつあるようだ。FRBも長らく利上げを続けてきたが、景気の先行き不安からついに8月の利上げを見送った。金融市場にとっては昨年来最大のテーマであった利上げが終了し、とりあえずは好感、株・債券共に反発する展開で、所謂「金融相場(=金利低下により株式・債券共に堅調な相場)」となっている。

他方、為替市場に目を移すと米利上げ打ち止め後もドルは主要通貨に対して底堅い動きを続けている。直感的には「米利上げ打ち止め=金利差縮小」によりドル安となるのだがどうしてだろうか？実は過去振り返ってみると「利上げ終了後の中長期～利下げ局面前半」まではドル高局面であることが多く、直感とは時間的なズレがあるようだ。例えば図②で米FFレートが景気やインフレに対して適正水準付近にある時(図中丸印)は、利

上げ打ち止めや小幅な利下げがあったとしてもドル高となっていた。これは利上げ中止から長期金利が低下し海外からキャピタルゲイン期待の債券買いが増加することと、金利低下を好感し株式市場にも資金が流入するためである。言わば債券・株式の金融相場と同調する形でドルも「金融相場」的に上昇するのである。

ただしこれは、景気減速が緩やかなものに留まることや、世界経済や金融政策が連動することが前提となる。なぜならば、米景気失速により適正金利を下回るような大幅利下げが行われたり、米打ち止め後も日欧の景気や金利が上昇し続けた場合にはドルの優位性が失われるからである。足元では、米景気減速が今のところ緩やかでFRBが様子見を続ける中、日欧でも景気減速の兆しから利上げ懸念が後退し始めている。このため利上げ打ち止め後もドルは底堅い動きをみせており、上記の経験則はいまのところ有効のようだ。

もっとも為替相場は上記のようなファンダメンタルズ的な要因だけでは動かない。代表的なのは米政治要因。為替市場では、議会の保護主義勢力と関係で今年のような中間選挙の年はどうしても当局からのドル安誘導懸念が付きまとう。今年4月にも米政府の強い要請によりG7で貿易不均衡是正に関する共同声明が採択され、市場は大きくドル安で反応した。11月の米中間選挙を控え今しばらくは市場のドル安懸念は残るだろう。

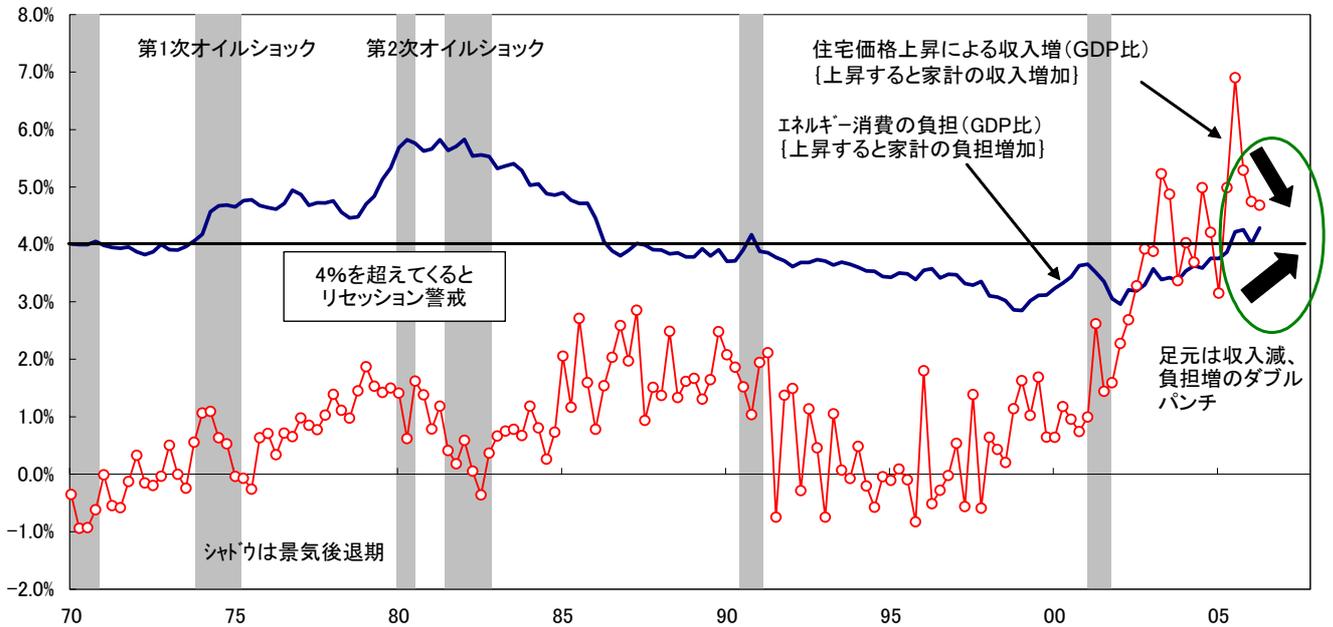
ただし今後を考えると、中間選挙が迫るにつれ米当局からの為替に関する発言が減少すれば市場のドル安懸念は薄らいでいく公算が高い。そうなると、為替市場はより金利差などのファンダメンタルズの動きに回帰していくとみられる。

長らく堅調だった米景気もついに減速に転じた。今後、米景気がソフトランディングに成功し金融相場的なドル高が続くのか、それとも、失速と大幅利下げによりドル安となるか？為替相場を予想する上で、米景気の行方を見極めが重要な時期に入りつつある。その行方を決めるとみられる原油価格と住宅価格の動向には、従来以上に注目していく必要があるだろう。(2006年9月11日記)

<図表：米景気・金融政策と、為替相場>

○ 図①： 米国のエネルギー消費負担と住宅資産効果

原油高による負担増と住宅資産効果



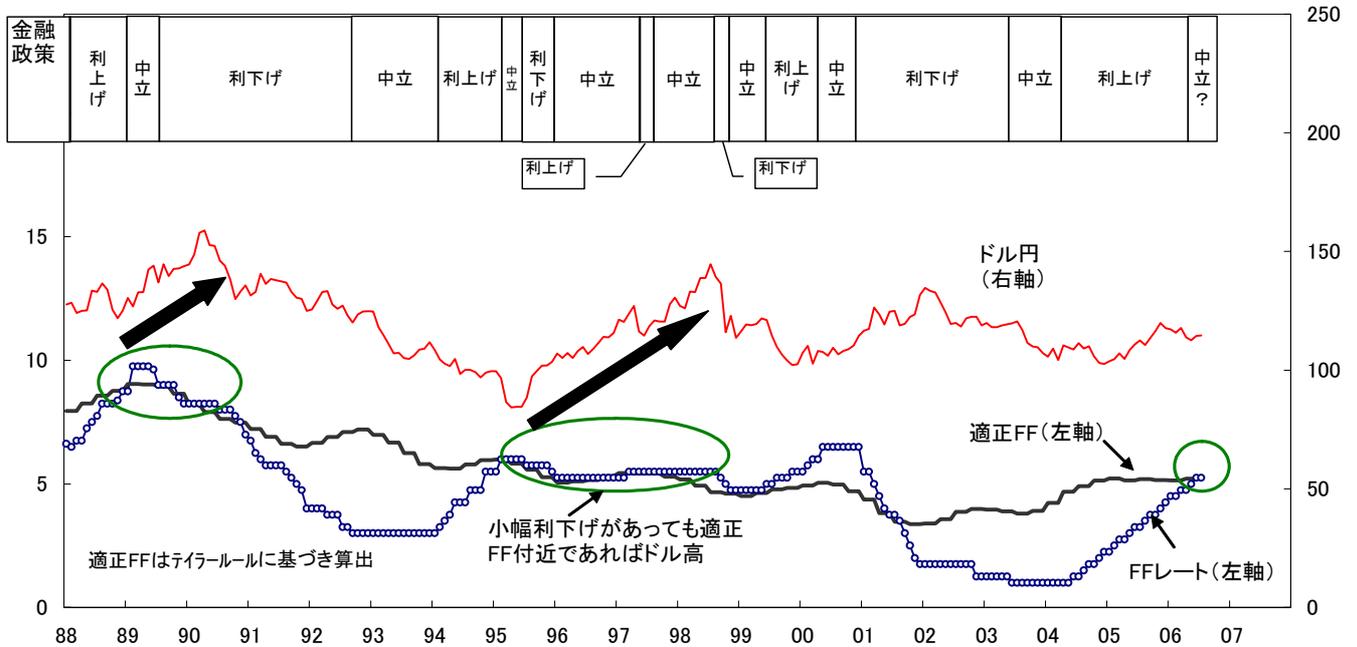
出所：Datastreamより三菱UFJ信託銀行作成

○ 図②： 米金融政策とドル円

【FFレート】

米FFレートとドル円

【ドル円】



出所：Datastreamより三菱UFJ信託銀行作成

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。

◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものでありますが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。

◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。

◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

◇ 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）