

FOREX WEEKLY

2007年の回顧と2008年の展望



三井住友銀行

SMBC SUMITOMO MITSUI BANKING CORPORATION

市場営業統括部 チーフエコノミスト 山下えつ子

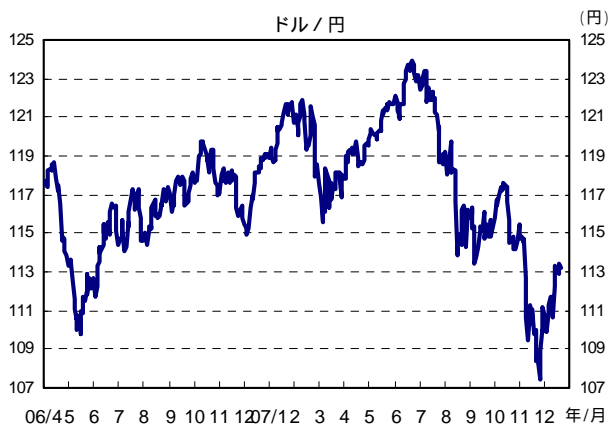
電話 03-3282-5879

2008年のポイント

ドル/円：不透明感、持ち越し

	本日正午	2008年3月末	2008年12月末
ドル/円	113.27円	100.00-115.00円	105.00-115.00円

- ・ サブプライム問題の行方が最重要。
- ・ 米大統領選はドル安要因。
- ・ 巨大政府系ファンドの資金の行方に注目。



ユーロ/円：2008年春にピークアウト

	本日正午	2008年3月末	2008年12月末
ユーロ/円	162.84円	158.00-168.00円	155.00-165.00円
ユーロ/ドル	1.4382ドル	1.4500-1.5200ドル	1.4000-1.5000ドル

- ・ ECBの金融政策スタンス変更がカギ。
- ・ 日本の利上げ観測は当面、生じない。



本レポートは20日正午までの情報を元に作成しています。

FOREX WEEKLY は弊社ホームページでもご覧頂けます。
<http://www.smbc.co.jp/> マーケット情報 外国為替
 情報 フォレックス・ウィークリー)

本資料は情報の提供を目的としており、何らかの行動を喚起するものではありません。ここに示した意見は本レポート作成日現在の筆者の意見を示すのみです。投資や資金運用に関する最終決定は、お客様ご自身で判断されるようお願い申し上げます。

2007年のレビューと2008年の予想

		2007年の年間のレンジ	2008年の年間予想レンジ
ドル	ドル/円	107.22-124.14円	100.00-115.00円
	ユーロ/ドル	1.2865-1.4968ドル	1.4000-1.5200ドル
ユーロ	ユーロ/円	149.25-169.05円	155.00-168.00円

(2007年のレンジは12月20日12:00まで)

2007年は米国のサブプライム・ローン問題が予想を超える広がりを見せ、年後半の為替相場はドル安へと傾いた。8月に欧米金融市場で流動性危機が突発、9月には米国が利下げに転じてその後連続利下げ実施、また米金融機関が保有するサブプライム関連商品の評価損が膨らみ自己資本毀損に対する懸念が強まるなど、不透明感は強まり、ドル円相場は6/22の年初来高値124.14円から11/26には107.22円、と2005年6月以来のドル安・円高水準まで下落した。また、この局面では、中東のドルペッグ廃止の憶測や中国による米国債投資の減少など「ドル離れ」もテーマとなり、ドル売りに拍車をかける格好となった。

2008年もサブプライム問題の行方が為替相場を左右する大きな要因となろう。2007年11月末から12月にかけて、サブプライム問題に対しては複数の対策が講じられている。Fedは連続利下げのほか、短期金融市場において欧米中銀協調で新規の流動性供給オペの枠組みを策定して実施。米政府は変動金利型のサブプライム・ローンの返済金利を一部5年間凍結することを発表。また、民間金融機関による優良資産買取り機関の設立、大手米金融機関に対する海外政府系ファンドによる出資など、多面的に対策が採られており、これらが流動性問題と金融機関の自己資本対策に何がしかの好影響をもたらしていることは確かだ。一方、サブプライム・ローンを含む住宅ローンの延滞・差し押さえ増加に加え、消費者ローンや企業向けローンの延滞率も上昇しており、景気は緩やかながらもダウントレンド。サブプライム問題は容易に解決しそうにもない。2007年は混沌としたまま越年となり、為替市場は2008年、サブプライム問題解決への好材料と問題の更なる波及を天秤にかけながら方向を探っていくことになる。

早期の諸対応も奏効して2008年終盤には回復の方向に向かうのか、それとも金融機関の自己資本毀損によってクレジット・クランチが発生し米国経済はリセッションに陥るのか。筆者は2008年の米景気は低空飛行ながら前者のシナリオの方が確率が高いと見ているが、年前半の相場は後者のリセッション・シナリオを想定したようなドル売りが優勢、終盤に緩やかな景気回復のもとでドル上昇、の展開を予想。ドル円は2008年Q1からQ2にかけて100円近くまでのドル安を示現した後、年末に向けて115円程度へ戻る動きをイメージしている。

このほかドル相場の材料として2008年には米国の大統領選がある。過去の経験則通りに大統領選の前年のドル安(1977年以降の平均では対円で7.1%のドル安)を2007年も経験したが、2008年には景気減速の中での大統領選となり、これも過去の経験則通り、政権交代が予想される。民主党は保護主義色が強いいため、政治要因では2008年はドル安になりやすい。

円を巡る状況は、サブプライム問題の深刻化と(その結果としての)日銀の利上げ見送りによって2007年前半と後半以降とで大きく異なる。2007年前半までは日銀の利上げあるいは利上げ観測が生じると為替市場では円売りポジションの巻き戻しが発生して急激な円高となった。日銀の追加利上げと世界同時株

安を背景に2007年2月から3月にかけてドル円が122.20円(1/29)から115.16円(3/5)へと円高となった場面はその良い例だが、円金利の動きが円相場を支配した。これに対して夏場以降は、国際金融市場の混乱と先進国の景気減速の兆しを背景に日銀の再利上げが遠のいたが、以前のような「日本の低金利持続 円安」の反応のみとはならず、円相場はサブプライム問題関連での内外株式相場の動向に連動した動きが目立つようになっている(サブプライム問題 株安 円高、問題の緩和材料 株高 円安)。

国内経済にも建築基準法改正に伴う建設工事の遅延や原材料高などによる中小企業の業況悪化などの不安材料があるうえ、利上げに積極的だった福井日銀総裁が2008年3月で任期を終了するため、次回利上げのタイミングが後ずれる可能性が高い。2008年終盤、米景気の回復とともに日本の利上げ観測が浮上する可能性はあるが、円相場はそれまでの間、円金利上昇による円高ではなく、サブプライム問題を遠因とする円高、ということになる。この円高の力に対して、低金利を背景とする資金アウトフローによる円安圧力が円高の勢いを緩和する、というのが2008年の円相場の構図である。

一方、ユーロ相場は2007年も予想以上の上昇となり、ユーロドルは史上最高値更新の1.4968まで一時上昇(11/23)、ユーロ円は年前半のユーロ高・円安の進行で7/23に169.05円まで上昇した。2007年のユーロ高の要因は、米国を上回る欧州景気の高さ、米国利下げに対する欧州の利上げ観測、ドル離れによる構造的なユーロ選好、であった。ECBが依然として利上げを示唆しているのはエネルギー価格や食料品価格の上昇を主因とするインフレ上昇が理由。しかしユーロ圏の景気は2007年半ばをピークに減速方向にあり、2008年春の賃金交渉後にECBが金融政策スタンスを転換することで、2007年のユーロ高要因のうち、は消えるだろう。また、米国ほどの影響はないと言われているサブプライム問題の余波についても、2008年Q1には欧州銀行のQ4および2007年年次決算の発表によって影響の大きさがクローズアップされると考えられるため、ユーロ相場は2008年春には弱含みの局面に入ると予想する。

ユーロ高要因のにも関連する「ドル離れ」は長期の趨勢的な動きであり、2008年も継続するものだ。2007年には多額の外貨準備を保有する中国、中東諸国、ロシアなどが、外貨準備の運用多様化を打ち出し運用会社の設立やファンドへの運用委託を積極化し始めた。サブプライム問題が深刻化する中でシティ、モルガン・スタンレー、UBSなどが相次いで資本増強のために政府系ファンドから出資を受けた例は2008年も巨額のマネー(政府系ファンドの総額は2兆~2.5兆ドルと言われる)の行方が為替相場にも直接、間接の影響を及ぼすであろうことを予感させるものである。2008年はこうした資金の行方にも注目する必要がある。

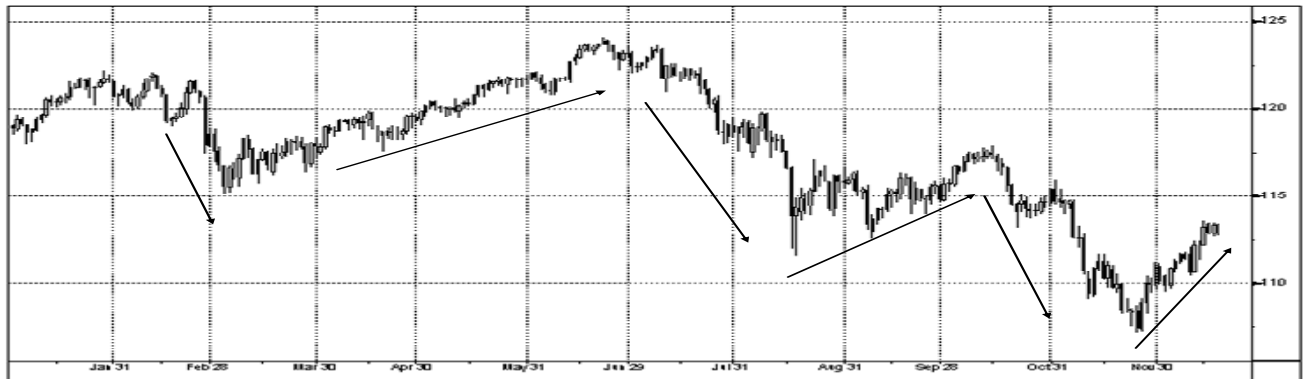
ディーラーに聞きました(2008年のドル円相場の予想)

	2008年3月末	6月末	9月末	12月末
120円超				
110~120円				
100~110円				
90~100円				
90円以下				

見方 当行の為替ディーラー(マーケット、カスタマー)8名を対象に、来年の相場予想を聴取。

2007年のドル円相場の動き

(出所：Bloomberg)



世界的な株価下落（上海ショック）が円売りポジションの解消を誘い、ドル円下落。
 欧米株が堅調に推移したことから、円売り。
 米投資銀行傘下のヘッジファンドの喫損を契機にサブプライム懸念が高まり、円高。
 公定歩合引下げ(8/17)やFFレート引下げ(9/18)を好感して米株が上昇して、円売り。
 欧米金融機関の損失拡大懸念が広がったことから、クロス円大幅下落。
 アブダビ投資庁の米シティへの出資などを受けてサブプライム懸念がやや後退し、ドル買い戻し。

年末・年始の主な材料

12/24(月)	(米)市場短縮取引 (欧)独市場休場
12/25(火)	(日)10~12月期法人企業景気予測調査、11月企業向けサービス価格指数 (欧米)市場休場(クリスマス)
12/26(水)	(日)金融政策決定会合議事要旨公表(10/31、11/12・13分) (欧)独・英市場休場
12/27(木)	(日)11月住宅着工件数 (米)11月耐久財受注、12月消費者信頼感指数
12/28(金)	(日)大納会(東証半日立会い)、11月失業率、11月有効求人倍率、11月家計調査、11月全国CPI、 11月鉱工業生産(速報)、11月大型小売店販売額、11月毎月勤労統計 (米)11月新築住宅販売件数
12/31(月)	(米)債券市場短縮取引、12月シカゴPM、11月中古住宅販売件数 (欧)独市場休場
1/2(水)	(米)12月製造業ISM、FOMC議事録公表 (欧)12月ユーロ圏製造業PMI(確報)
1/3(木)	(米)12月製造業受注 (欧)11月ユーロ圏M3
1/4(金)	(日)大発会(東証半日立会い) (米)12月雇用統計、12月非製造業ISM (欧)12月ユーロ圏サービス業PMI(確報)、12月ユーロ圏HICP速報値
1/7(月)	(日)12月マネタリーベース (欧)12月ユーロ圏企業景況感・消費者信頼感
1/8(火)	(欧)11月独製造業受注
1/9(水)	(欧)11月独鉱工業生産
1/10(木)	(日)11月景気動向指数 (欧)ECB理事会
1/11(金)	(日)12月マネーサプライ、12月景気ウォッチャー調査 (米)11月貿易収支

(注) FOREX WEEKLY に関するお問い合わせは、現在お取引中の営業部/支店にお願い申し上げます。

FAX配信の停止を希望される場合は、下記までご連絡頂きますようお願い申し上げます。

外国業務部 電話 03-3282-6385 FAX 03-3282-8200 担当:陶山(スヤマ)

(注) 本年は今週号が最終となります。新年は1月11日号からとなります。