

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1460号 1998年10月05日(月)

《 G7 ended with a long statement 》

IMF 総会（火曜日）などワシントンでは今週さらに一連の国際金融会議が開催されますが、週末の G7 だけでこの一連の会議が直面している問題のいくつかが浮き彫りになったと言えそうです。その問題点とは

1. 今の世界全体が、危機の背景に関して明確な理解と対処へのコンセンサスを欠いていること
2. 従ってどの国も、また国際機関も、危機に対する処方箋に関して広く合意が成立する明確、かつ即効的なアイデアを持ち合わせていないこと
3. 資本の流れのスピードに比較して、各国や国際金融機関の対処・対策は後追いになりがちなこと
4. 各国の政治状況や国民の意識と、国際経済や金融市場の中にいる人間が感じる危機感との“温度差”が極めて大きくなったこと
5. 考案された処方箋を実施するにしてもいくつかの「IF」が付き、それをクリアしても、その措置の実効性はかなり怪しい状況にある

など。

G7 声明は、極めて不安定になっている世界の資本の流れと、デフレの危機にある世界経済になんとか秩序と安心感をもたらそうとしている。それは今週からの市場で改めて検証されるでしょう。しかし筆者は、G7 の声明にも関わらず、世界の金融市場の不安定な状況はしばらく続くと考えます。

為替に関しては、今回の G7 ほど関連表現がおざなりで、また声明の当該部分を読む人間にとっても eye-catching でない声明を出した例も珍しい。過去においては G7 声明の中で常に注目されてきたのは為替に関する表現ですが、今回のそれは

「 We discussed developments in our exchange and financial markets reaffirming the views we expressed in our April statement. We will continue to monitor developments in exchange markets and to cooperate as appropriate 」

と前回まで何回も使われた月並みな表現で、「声明に添えられている」という印象。討議の関心が「為替」にはなかったことを伺わせる。世界の金融に関わる人間達の関心は、もっと大きな世界経済の危機、具体的には「高まりつつあるデフレ圧力」「金融市場の不安定化」などにあったといえる。

もっとも力のこもらない声明にも関わらず、日米は極端な円安が発生した場合にはそれに対処するでしょう。今は、市場が確信を持っていないだけに、介入が効果を発揮しやすい環境。

《 the balance of risks has shifted 》

G7 声明が最初に示している時代認識は、「グローバルに見ても、リスクの所在はシフトした」(the balance of risks on a global basis has shifted) というものです。世界経済が抱えるリスクは今までは高すぎる成長や、それに伴うインフレであったのが、今はリセッションであり、デフレの危機であり、金融市場の不安定になったという意味です。

G7 がまずこうした認識を示したことは、今後の世界では何かにつけ金融政策面では「緩和の選択肢」がテーブルに載ってくることを意味します。特に今後のアメリカによる持続的な金融緩和、ヨーロッパにおける金融緩和の動きを誘発するでしょう。緩和の基調は既に日本では定着している。

問題は、「リスクの所在がシフトしたこと」で生じたリスクに対して、世界に何が出来るかです。先週末に予想したとおり、G7 はまず各国が出来ることをしると言っている。

「 More broadly, we reaffirmed the key importance going forward of each country in the global economy doing its part to promote recovery and financial stability 」

というわけです。

グローバル・ベースでリスクの所在がシフトしたと言っても、むしろ G7 は各国が置かれた経済状況の違いを明確に指摘している。G7 が「討議の大部分を費やした」(ルービン財務長官)とされ、また声明でももっとも長く取り上げているのは「日本問題」です。声明は次のように指摘している。少し長くなりますが

「 Japan's economic challenges have intensified significantly in recent months, with three consecutive quarters of negative growth and continued weakness in the financial sector. Strong sustainable recovery in the economy is of critical importance to Japan, the Asia region and the rest of the world. The Japanese authorities outlined

their intention to strengthen the confidence in the financial system by promptly establishing a framework to stimulus to boost domestic demand-led growth. While noting the steps taken by the authorities to date, we stress the importance that we attache to the swift and effective action to strengthen the financial system, including the prompt enactment of measures to support viable banks with public assistance in sufficient amounts to be provided swiftly with appropriate conditions.」

「ここ数ヶ月間で、日本が抱える経済的課題はより深刻になった」で始まるこの文章は、日本経済の持続的成長が日本自身、アジア地域、それに世界の他の諸国にとっても枢要的に重要であるという認識を示し、日本の当局（具体的には宮沢首相など）が会議の場で国内金融システムへの信頼感醸成の為にとった措置を説明したと報告。

しかし声明は、会議がその日本政府がとった措置を歓迎したとも述べずに、「存続可能な銀行に対しては十分な量の公的支援を適切な条件の下に素早く与える措置の早急な立法化を含め、金融システム強化の為に機敏、かつ効果的な行動の重要性」を強調した。

この短い文章の中に、「swift」が二回、「prompt」が一回登場する。いかに他の G7 諸国が日本の行動を、「機敏」でないかと考えている証拠である。

〈 before the crisis 〉

これに関して言うならば、今回の G7 から浮き出てきたキーワードの一つは、「before the crisis」というものである。「危機が起きる前に」「危機になる前に」対処するという考え方だ。日本の銀行に対する公的支援に関しても、G7 諸国の考え方は「存続可能な銀行に対しては十分な公的支援を直ちに実施しろ」というもので、事実その考え方が声明に盛り込まれた。

またクリントンはこの会議に先立って、IMF の融資条件の緩和を求める提案を行っているが、そこでも前面に打ち出されている考え方は「before the crisis」である。今までは危機が顕在化してから IMF が動き、当該国に厳しい経済運営条件を課した。しかし、今までのこの方法は、アジアの例を見るまでもなく各国の政治状況を複雑化したし、ロシアのように全く IMF 条件を守れない、守らない国も出てきた。だからといって、IMF としてはその国の危機を放置できない状況に置かれている。

ここに出てきた考え方は、「危機発生、また顕在化以前に行動する」という考え方である。事実、ニューヨーク連銀はこの G7 の直前に「ヘッジファンドの寵児」とも言われた Long-Term Capital Management (LTCM) 救済に際して、この考え方を適用している。ニューヨーク連銀は、危機が表面化する前に動いていたのである。マスコミに最初に報じられたのは、「危機発生」ではなく「救済パッケージ」だった。

少なくとも世界の金融に関わる人間達の間では、「before the crisis」が危機の防止、拡大阻止に対するもっとも有効な対策であるという共通認識が生まれつつある。

しかし、「before the crisis」の考え方が各国の政治の世界で人気がないのもまた共通である。アメリカの議会でさえも、先週末に議会上に登場したグリーンズパン FED 議長に対して「(LTCM 救済で)危機が表面化する前に動いた」ことに関して、その正当性を問う質問が相次いだ。日本の野党の考え方は基本的には、「after the crisis」である。つまり、危機が表面化し、危機を起こした人々が政治的・道義的な責任をとってから危機に対処という考え方。G7 声明がなんと言おうと、日本の野党はこの考え方を当面変えそうもない。善し悪しの問題は別にして、ここには相当大きな「温度差」がある。

「before the crisis」の考え方は、「危機の後から修復に乗り出したのでは、その修復コストは事前に動く場合の何倍もかかる」という過去の経験と予測に基づいている。その意味で、経済コスト的には極めて合理的な考え方だ。しかしこの「合理」を、各国の政治状況は必ずしも理解しないし、ある程度理解しても是認しない。日本問題を含めて、G7 が直面している大きな問題の一つは、「危機認識における国内政治との“温度差”」だと言える。

G7 諸国の中も一枚岩ではない。日本で大きく報じられた「アジアへの 300 億ドルの支援構想」(宮沢構想)に関してルービン財務長官は、「建設的」(constructive)とは述べたものの、

「日本の場合は、自国の金融システムと内需主導の成長路線への復帰がアジアのみならず世界経済への最大の貢献」

と述べた。他国の支援より、まず自分の家の秩序を回復 (house in order) しろ、という立場である。これを言われれば、宮沢さんも顔色ない。

一方クリントン大統領は、投資資本の逃避によって脅威にさらされた国を支援するための IMF の貸し出しメカニズム充実を狙った提案を行った。世界中の投資家に、こうした制度があると「いざというときの支払い能力」を証明でき、資本の流れを円滑にできるというもの。アメリカのマスコミの論調は、このクリントン提案が「G7 諸国に概ね歓迎された」との判断を前面に出している。

しかし、「それはまず、アメリカの議会が行動しません」という宮沢蔵相の一言で色褪せたものになる。米議会は、IMF への拠出を過去の分に関しても承認していないのである。なのにその国の大統領が、「IMF の資本拡充」を言うのは、どこか分を過ぎている。

資本の移動規制に関しても、予想通り「何かをしなければならぬか」というところでまず哲学論争的な対立があり、踏み込めない状況が生まれた。

《 world is not going to work its way out of this quickly 》

G7 は脆弱化した世界の金融システムを強化するための一連の措置を声明で取り上げている。

- 1 . あらゆる種類の金融機関についての透明性・情報開示の拡大と、先進国におけるリスク管理システム等に対する監視強化
- 2 . 国際金融システムの安定・強化の為に、それぞれの既存機関の強化、それにそうした機関同士の協調体制の拡充
- 3 . 各国金融システムの強化
- 4 . エマージング市場経済における持続的な為替相場維持に必要な条件の検討
- 5 . リスク管理における民間部門関与の為に効果的メカニズム樹立

など。「1」などは明らかにヘッジファンドなど新興の機関投資家を念頭に置いている。ヘッジファンドのブラックボックス性が、世界経済の不安定要因の一つになっているという考え方である。

しかし、これらはどう見ても「即効性のある処方箋」とは言い難い。ルービン財務長官はG7会議を終了するに当たって

「We're dealing with difficulties and problems that have developed over many years and the world is not going to work its way out of this quickly. The key to all of this is that each participant, each country, each international interest has to fulfill its responsibility with a high level of energy.」

と述べている。で、今回のG7は「a high level of energy」に溢れたものだったのか。同長官はさらに、

「There was ``a very energetic consensus" that the balance of risks in the global economy has shifted, ``and that the immediate need is to strengthen growth and sustain capital flows to emerging markets."」

と述べている。しかし、「世界経済におけるリスクの所在が変わった」という極めてエネルギーギッシュなコンセンサスが、具体的に何を生み出すかはこれからの問題である。世界経済に対する一種のコンセンサスが、日本やアメリカで利下げを誘発してはいる。しかし、日本では金融問題に関して「energetic」な議論が展開されていても、それは決して市場が

望むような「swift」なものになっているわけではない。

今週も、G7での呼びかけにも関わらず、日本国内では国内政治学的な観点から「早期健全化スキーム」に関して時間のかかる、複雑な議論が展開されるでしょう。IMFは、viableな銀行には十分な資本を早急に注入すべしと述べているものの、日本の政治的コンセンサスはここからはかなり遠いところにある。

《 volatile period will continue 》

G7での議論を踏まえて当面の金融市場の動向を予測するなら、次の通りです。

1. 現在景気が堅調なヨーロッパを含めて、世界の金利は市場金利、政策金利とも一段と低下する可能性が高い。しかし、物価が安定ないし下落している中で、世界的に実質金利が高い状況は続く
2. 株式、為替市場を含めて、世界的な金融市場のボラタイルな状況は続く。これはG7で出された処方箋では、今後の金融市場が安定して、危機以前の資本の流れが戻るとは予想できないため
3. しかし、世界的に経済危機に対処する必要性への意識が高まってきたことで、日本を含めて政府・民間の動きが加速化し、これが徐々に経済や市場回復への下地を作る可能性がある

などです。しかし「3」についていえばまだ時間がかかるプロセスの入り口の動きに止まるでしょう。ですから表面的には、市場のボラタイルさが前面に出る展開が予想される。

今週の主な予定は次の通りです。

5日（月曜日）	世銀・IMF 合同開発委員会
6日（火曜日）	世銀・IMF 年次総会（8日まで） 8月の日本の家計調査 ドイツ連銀定例理事会
7日（水曜日）	8月の日本の景気動向指数 英中銀金融政策委員会
8日（木曜日）	9月の日本の卸売物価
9日（金曜日）	日本の月例経済報告

予定にはないものの、クリントン弾劾を巡る動きも市場は気にするでしょう。しかし、米国民がそうであると同様、市場もよほど新たな材料でも出てこない限り、相場を大きく動かす材料とはしないでしょう。

《 have a nice week 》

やっと望ましい週末の天気 というわけですか。二日とも晴れて気持ち良かった。日曜日の夕方は3年前のテレビ東京の日曜朝の番組だった「東京マーケット・フォーカス」でアシスタントをしてくれていた岡山玲子さんの結婚パーティー出席で六本木まで出かけましたが、夕方にもなると涼しくなって、秋がすぐそこまで来ているのを感じました。今朝はまた、かなり涼しい。

ところで、最近日曜日の新聞を読む楽しみといえば、日経に連載されている「青春の道標」でしょうか。落合恵子さんがずっと書いている。現在彼女は何歳なんでしょうね。高校生のころラジオを聞いた記憶がある。全く個人的な印象を言えば、日経は朝刊より夕刊の方がはるかに面白い。日経の朝刊にも、あの手の記事を増やして欲しいものです。

長くなりました。では、皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤（ 03-5410-7657 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》

(資料)

October 4, 1998

Text of G-7 Communique

1. We, the Finance Ministers and Central Bank Governors of the G-7 countries, met today to review recent developments in the world economy and financial markets. President Willem Duisenberg of the new European Central Bank participated for the first time in part of the discussions. We were also joined for parts of the meeting by the Managing Director of the International Monetary Fund, Michel Camdessus, and by World Bank President James Wolfensohn.

Developments in the World Economy

2. We discussed developments and prospects in our own economies and in the rest of the world. Financial market conditions have deteriorated in many parts of the world, leading to a further weakening of growth prospects especially in most emerging market countries, and also more generally. In this context, we reaffirmed our view that the balance of risks on a global basis

has shifted. We agreed that in today's integrated world economy and financial markets, developments in our economies, while being affected importantly by economic and financial developments elsewhere, have a significant impact on the rest of the world. More broadly, we reaffirmed the key importance going forward of each country in the global economy doing its part to promote recovery and financial stability. We must continue our efforts to strengthen the open world trading system, with free trade flows and open capital markets.

G-7 Economies

3. Inflation in G-7 countries as a whole is low and in some countries has declined further in recent months. Although growth so far has been sustained in our countries taken as a whole, the weakening in Asia and some other markets poses increasing downside risks to economic activity. We re-emphasized our commitment to create or sustain conditions for strong domestic-demand led growth and financial stability in each of our economies. In this context, we noted the importance of intensified cooperation among us at this juncture. We also agreed that the challenges that face each of our economies differ.

- In the United States, Canada and the United Kingdom, where strong growth has been firmly established for some time, the task of policy is to take appropriate action to maintain conditions for sustainable growth.

- The Continental European G-7 countries are expected to achieve stronger growth this year as their recoveries strengthen. It is important to preserve conditions conducive to robust domestic demand, to implement urgent structural reforms and reduce unemployment.

- Japan's economic challenges have intensified significantly in recent months, with three consecutive quarters of negative growth and continued weakness in the financial sector. Strong sustainable recovery in the economy is of critical importance to Japan, the Asia region and the rest of the world. The Japanese authorities outlined their intention to strengthen the confidence in the financial system by promptly establishing a framework to stimulus to boost domestic

demand-led growth. While noting the steps taken by the authorities to date, we stress the importance that we attach to the swift and effective action to strengthen the financial system, including the prompt enactment of measures to support viable banks with public assistance in sufficient amounts to be provided swiftly with appropriate conditions.

European Economic and Monetary Union

4. We discussed the ongoing smooth transition to Economic and Monetary Union in Europe on January 1, 1999 and looked forward to a successful EMU which contributes to growth, and to stability in the international monetary system.

Exchange rates

5. We discussed developments in our exchange and financial markets reaffirming the views we expressed in our April statement. We will continue to monitor developments in exchange markets and to cooperate as appropriate.

Russia

6. We met with representatives of the Russian Federation to discuss recent developments in Russia's economy and the difficult challenge the government faces in achieving financial re-stabilization. We agreed on the importance of monetary restraint and fiscal adjustment, noting the serious risk of inflation and further exchange rate weakening if revenue collections are inadequate and government expenditures are financed through central bank money creation. We emphasized the importance for Russia of undertaking comprehensive financial sector restructuring which would close or merge insolvent banks, write down problem assets, and greatly enhance supervision. We also agreed that Russia must accelerate its program of structural reform to promote efficiency and growth in the real economy. We encouraged Russia to develop sound approaches and to pursue a constructive dialogue with the IMF on the urgent task of stabilization. We also stressed the great importance for Russia to pursue a cooperative dialogue with private creditors.

Emerging Market Economics

7. Policies countries pursue are a crucial determinant of their economic policies. We welcome the impressive efforts by a number of emerging market economies to strengthen their domestic policies in light of the financial market pressures that have spread over the last year. We reaffirmed the support expressed in our September 14 statement for exploring ways to reinforce the existing economic programs of economies facing financial crises with accelerated efforts to promote comprehensive programs for corporate and financial sector restructuring and measures to alleviate the effects of the crises on the poorest segments of society, including, if necessary, through the provision of augmented financial assistance centered in the multilateral development banks.
8. We reaffirmed our concern about the extent of the general withdrawal of funds from emerging markets that had occurred without respect to the diversity of prospects facing those economies or to the significant progress that has been made in many economies in carrying out strong macroeconomic policies and structural reforms that enhance long-term growth prospects.
9. More broadly, we reiterate our support for the central role of the IMF in enhancing crisis prevention, including reforms through its surveillance process, as well as providing catalytic financial assistance as needed in support of appropriate policies and to combat contagion. We emphasized that the private sector also has a key role to play in crisis resolution.
10. In this context, we urged the early implementation of the IMF quota increase and the New Agreements to Borrow. We drew attention to the possibility, if circumstances so warrant, of activating the General Agreements to Borrow, in consultation with other participants in the arrangements. We agreed to explore a strengthened capacity, based in the IMF and with the general increase of IMF quotas and establishment of the New Agreements to Borrow, to provide more efficiently contingent finance to help countries pursuing sound policies to maintain stability in the face of difficult global financial conditions.
11. We stressed to critical role of the World Bank in crisis prevention through

support for strong institutions, good governance and structural reforms, particularly in the financial, corporate and social sectors. We also underlined our support for an active role for the World Bank and other MDBs responding to the crisis. We would support the following steps:

- To develop a new emergency capacity with a particular focus on support for the vulnerable groups in society and for financial sector restructuring:

- To use loan guarantees and other innovative means to leverage private sector lending for investment projects in emerging markets and

- To expand their own lending as much as possible for sound operations within their guidelines to countries now affected by the crisis.

Debt

12. We also discussed the problems of the poorest countries. We endorse the need to sustain the momentum of the heavily indebted poor country (HIPC) initiative. We shall also encourage the IMF and the World Bank to move forward quickly on further proposals which recognize the special needs of poor post-conflict countries, especially those with arrears to the international financial institutions (IFIs).

Strengthening the International Financial System

13. Looking ahead, we agreed on the importance of adapting the IMF to ongoing changes in the world economy. This includes a focus on increasing its transparency, the design of appropriate reform programs, and effective use of IMF resources. We expect further progress in these areas in the near future.

14. We agreed on the need to build upon the work done to date and extend the reach of international discussions to ensure that the system is equipped to meet the challenges posed by the increasingly integrated global economy and financial markets. We committed to work together within the G-7, and with other industrial and key emerging market economies and with the IFIs, to develop approaches to strengthen the system in the following key areas:

- promotion of soundly based capital flows, with better transparency and disclosure for all types of financial institutions and improved regulatory focus in industrialized countries on risk management

systems and prudential standards,

- strengthening existing institutions and bodies to ensure that they work more closely and cohesively together so as to seek to maintain on an ongoing and regular basis the integrity and stability of the international financial system,

- strengthened national financial systems, with measures to increase incentives for countries to act in this area, including stronger surveillance of financial sector supervisory and regulatory regimes including the possibility of peer review and much closer cooperation and coherence between the various international institutions and groups involved in the financial sector. In this respect, we welcome the upcoming meeting of the banking surveillance authorities of the

- G-10 Basel group and of emerging economies in Sydney this month; consideration of the elements required for sustainable exchange rate regimes in emerging market economies in the context of the global economy, backed by consistent macroeconomic policies,

- development of effective mechanisms to involve the private sector in crisis management, with an appropriate financing role, and

- other adaptations of the international architecture, including the possibility of strengthening of the Interim and Development Committees.

15. The G-7 welcomed the reports of the working groups of the G-7 and key emerging market economies, and we agreed to work together to implement recommendations in the key areas of transparency, strengthening financial systems and managing crisis with an appropriate private-sector role, as a matter of urgency. We look forward to a productive discussion of these and other issues in the Interim and Development Committees and other meetings, including the meeting with finance ministers and central bank governors from key emerging markets. We also called on our deputies to consult in a systematic way to complete a more detailed work plan, based on the agenda above, and report to us at a meeting of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors as soon as the work is completed. We have asked Mr. Tietmeyer, a member of our group who is also the Chairman of the G-10 Central Bank Governors, to consult with other appropriate bodies and to consider with them the arrangements for cooperation and coordination between the various international financial regulatory and supervisory bodies

and the international financial institutions interested in such matters, and to put to us expeditiously recommendations for any new structures and arrangements that may be required.