

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1482号 1999年02月19日(金)

《 shift in currency policy 》

日米両国が、それぞれの国内事情から「ドル・円」相場に対する立場を従来とは大きく転換したことが明らかになった一週間でした。これまでは両国の基本的スタンスは「円安阻止」でしたが、それが「ドル安阻止」「若干の円安誘導」に変わり、これにともなってドル・円相場は一時120円台を記録するまでに上昇した。今年これまでの為替市場でもっとも強い先進国通貨は円でしたが、現在は「最強通貨はドル」ということになりつつある。

日米両国の当面の為替政策に対するスタンスの変化は、それぞれの当局者の発言で明らかです。昨年暮れから「日米貿易関係の悪化」予想からむしろ円の対ドルでの強い展開を歓迎する発言をしていた榊原財務官は、もっとも新しいところの海外マーケットに伝わった表現をそのまま拾うと

「it was "natural for the yen to weaken as a result of the very dramatic easing of monetary policy."」(ウォール・ストリート・ジャーナル紙)

としている。ドル・円相場に対する最近の見方を集大成したような表現で、この発言が出た時にはドル・円相場は既に118円台の後半を記録していましたが、市場としては「より円安」をトライ。この結果、18日の海外市場と19日の東京市場でドル・円相場は120円台を記録した。

日本の長期金利上昇抑制措置も円安を誘導するものでした。先週金曜日の日銀の短期金利低め誘導でも長期金利が目立った低下を示さずむしろ上昇気味に転じると、当局は長期国債発行量の削減、運用部買い入れの再開など力技でのやや強引な長期金利引き下げ策を講じた。この結果、日本の長期金利は203回債で1.185%の割る水準(金曜日の朝方)まで低下。これが、円安を決定的なものにした。今の日本はやや強引な形での「長期金利安・円安」を誘導し、これを景気回復の起爆剤にしようとしている。

アメリカの為替相場に対する明らかな方針転換も、長期金利にからんだものです。日本の長期金利の上昇に引っ張られる形で米長期債利回りは一時5.4%台にまで上昇。この長期債利回りの上昇が株式相場を不安定にした。株価の当面の水準維持を米経済の安定の前提条件とするクリントン政権経済チームは、「長期金利の一段の上昇阻止」の必要性に迫

られた。その為替面での措置が、「ドル相場の維持」であり「多少のドル高・円安傾向」の容認となったと思われる。

ドル安は、過去の例から言ってもアメリカからの資金流出につながり、これが長期金利を押し上げ、結果として株価の動きを不安定にさせる。アメリカとしては、これを防ぎたいのである。

《 how far can dollar go ? 》

日米の政策変更は、どの程度の、そしてどのくらいの期間の為替相場の転換を視野に入れたものでしょうか。

筆者の現時点での判断は以下の通りです。

1. 日本の金融当局の長期金利押さえ込み作戦は、やや強引に過ぎる。資金は金利底打ち感が出て、各タームで一定程度の利回りが出てきたときにこそ回り出す。また玉石混濁ながらあらゆる政策が動員されて景気の回復がはかられている中では、長期金利の水準が従来レベルから上方調整されるのは当然である。こうした観点に立てば、日本の長短金利のスプレッドが拡大するのは当然であり、また長期金利は早晚上昇してくる。従って、金利面での円安サポートは持続的なものではない
2. 対外収支の悪化を国内政治上の頭痛の種としているアメリカが、長期金利の押さえ込みに必要な分以上にドル相場の上昇を放置するとは考えられない。アメリカが欲しいのはドル相場の下落の危険性を遠ざけることであって、貿易問題の一段の悪化を招くようなドル高ではない
3. 日本が決算のある3月期の乗り切り、アメリカが当面の長期金利上昇不安の押さえ込みで必要としているのは「ドル安不安、円高不安」の払拭であって、度を越した「ドル高・円安」ではない。従って、両国当局の方針転換を受けて一端ドル高・円安傾向に移ってもその水準で保合状態に入ると予想され、今週見た120円台前半はドル高・円安水準としてはかなり良いレベルだと思われる
4. その後は、日本の長期金利に対する根強い上昇圧力や米長期金利の低下、米国内の対外収支赤字増大に対する懸念増大などを受けて、再び基調としては円高方向への動きになると予想する

これに関して言うならば、今朝の日経新聞の記事にもなっていますが東京のコール市場では「ゼロ金利容認」で資金が流出、市場の残高が急減している。増えているのは普通預金やTB購入である。投資家の立場からすれば、なぜ金利市場に資金を投入するかと言えば、「利子」が付くからであり、金利が一定水準を下回れば credit risk、system risk など各種のリスクで相殺できなくなるはずである。「金利ゼロ」だとそれは自分のところに保有して置いた方が良くなる。市場が「枯渇」の危機を迎えるのは明らかである。

こうした金利を低下させることのデメリットを考えれば、既に日本の金利低下は限界に來ていると言える。とすれば、金利が適正な利回り水準を求めて景気の動向を眺めながら上昇に転じるのは時間の問題である。市場金利を低下させても、各種リスクから企業や個人など資金需要家に対する各種の実効貸出金利は、市場金利の低下をそのまま反映したも
のにはならない。

こうした点やアメリカの国内にある円安に対するアレルギーを考えれば、円安の目安はあっても120円台の半ばであって、またその期間は3月期末までと見るのが妥当だと思われる。

〈 G7 in Bonn 〉

今週末の G7 は、引き続き日本の景気や、それに対する政府・日銀の措置に対して重大な関心を払うでしょう。しかし、目に見える効果は発揮されないにせよ、G7の直前に日銀が新たな金融緩和策を決めたこと、財政政策の発動も長期金利の上昇を招くほどに行われていることから、これまでに日本政府のとった一連の措置の結果を見守るというスタンスになる筈です。日本は、今年の春には景気回復の兆しが出る筈だと各国の懸念を払拭する努力をするでしょう。

しかし、G7 諸国の日本の経済政策とその実効性に対する疑念はかなり強い。これまでの財政資金の投入のあり方、構造調整の遅れも含めて、各国の日本経済に対する注文は多いと予想されます。G7 はまた、ドイツなどに見られる雇用情勢の悪化やデフレ状況の深刻化に対する処方、アメリカの高い株価水準とその脆弱性などについても討議する筈です。為替相場に関しては、各通貨の水準に関しては直接的には言及せず、「過度の動きに対しては適宜適切な対応を取る」といった表現になると考えます。

G7 の一つの見所は、「目標相場圏」に関する議論がどう展開するかです。日本の宮沢首相やドイツのラフォンテーヌ蔵相は、過去2年間世界の為替市場が大きな動揺をきたし、これが世界各国経済に与えた打撃を今後少しでも緩和できたらとの立場から、この「目標相場圏」の考え方を議題の中の大きなテーマにしたい意向。フランスもこの考え方には賛成。

しかし、この日欧の考え方に対してはアメリカは今週後半にルービン長官が

1. 相場圏維持のために金融政策にしわ寄せが及ぶ
2. (相場圏の)適正な設定が実務上難しい
3. 投機筋の標的になる

などの理由で反対との立場を鮮明にしている。この日本、欧州とアメリカの論争は「哲学論争」として、アメリカのマスコミでも大きく取り扱われている。例えば今週のウォー

ル・ストリート・ジャーナルには「U.S. faces fight over best way to avoid turmoil in the future」と題する記事があるが、その要旨は次の通り。

1. ルービン財務長官とグリーンズパン FED 議長は、今週末ボンで開かれる G7 で他の会議参加国と、将来の金融危機をいかにして回避するかを巡って対決することになる。この二人をトップとするアメリカの経済チームは、グローバルな金融「市場がよりよく機能する方策」を提唱しているのに対して、日本、ヨーロッパなど他の参加国は「金融市場の動きを抑制するよう方策」を逆提案するものとみられている。ある米当局者は、「最大の問題は、われわれが市場へのアプローチで根本的な問題での立場の違いを抱えていることである」と述べている。すなわち、アメリカ以外の国々は、市場動揺を抑える最良の道は市場を管理することだと考えているのに対して、アメリカは市場を基盤とする開放された経済システムの強化を目的にしている。
2. 哲学論争がもっとも顕著に現れるのは、この2年ほど激しい動きをしている為替相場をいかに安定させるかの議論だ。この週末のボンでの G7 や6月のケルン（ドイツ）でのサミットでは、為替相場の安定に関していくつかの提案が出される予定である。日本、フランス、それにドイツの当局者は、それぞれの通貨が動ける範囲を限定し、それを越えたら政府が介入することによって「通貨安定」を促進しようと考えている。
3. もっと目的を限定した提案としては、中央銀行に為替相場の安定を大きな目標とするよう呼びかけるものもある。フランスはまた、それぞれの国の通貨が軌道を外れたときには IMF が各国に警告するシステムを提唱している。
4. しかし、アメリカのルービン長官とグリーンズパン議長はこうした提案に懐疑的である。二人とも、政府の能力が市場のそれを上回っているとは考えていないし、政府が市場を管理することが賢いことだとも考えていない。またアメリカは、金利政策を為替の目標誘導のために発動することにも賛成していない。

こうした大きな問題では激突が予想されるものの、一方で今回の G7 は新しい外貨準備公表ルール、ヘッジファンドや他の金融機関に対する各国共通の規制策を策定する国際フォーラムの設置（ティートマイヤー・ドイツ連銀総裁の提唱）などいくつかの点では合意を達成できるものと予想されている。このティートマイヤー提案は、投資家が緩い規制しかない諸国で過度なリスクを取ることを防ごうというものである。

アメリカはさらに、資金難に陥っている開発途上国に対して債務救済措置の拡大などを提案する見通しだが、より大きな問題に対する結論はケルンでの6月のサミットに持ち越されそうである。

《 have a nice weekend 》

週の半ばは「もう春になったのか」と思うほど温かい日が続きましたが、今日からはまた「冬の寒さ」だそうです。ウメがほころんできて、あちこちのレストランには既にそれが飾られている。昨日も南青山のレストランで綺麗なピンクのウメの花を見かけました。寒さはぶり返すが、春は近いということでしょうか。今週は G7 控えと言うこともあり、本日もこのレポートを作成しました。

皆様には、良い週末を。

《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》