

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1511号 1999年09月20日(月)

《 they will join forces 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 先週から始まっている一連の日米協議（黒田財務官の訪米）や今週の日銀政策決定会合（21日）週末のG7という流れの中で、日本政府・日銀は必要な環境整備を行い、円急騰阻止に対処する先進各国の協調介入体制整備を市場に対してアピールすることができるでしょう
2. そうした流れの中で、円相場は対ドルで見て1ドル=110円、さらには瞬間的にはもう少し安値を付ける可能性が高い
3. しかしその後の円相場展開は当局にとっては難しいものになる。つまり、今回の介入は日本経済の回復を確実にするために行われるわけだが、それが確実になればなるほど日本への流入を希望する資金の額は増大し、基調的な円高要因が増大するからである
4. したがって、介入は基本的には「相場動向の反転」を狙ったものよりは、円高のペースを調整するものになるが、この手の「スピード調整介入」はいったんその意図が市場に見抜かれるとその後は極めて運営が難しいものになる
5. そのためには「スピード調整介入」であろうと、時には相場を突っ込ませ、対してあたかも相場動向を反転させるかのように強力に介入し、そして時には手を緩めるといった緩急が必要になる
6. こうした介入ができるかどうかは通貨当局の手腕によるところが大きくなる。アメリカなど先進各国が実際に協調介入に出る回数は限られると考えられるから、あとは大蔵省・日銀がどのくらい機敏で実効的な介入が出来るかにかかっている
7. 筆者は協調介入約束を先進各国から取り付けるより、その後の相場対処の方が難しいと考えていて、ドルを一定水準に押し上げた後は再び日本経済は基調的な円高圧力に直面すると考える

今週は日程が非常に重要なので、まずそれを見ておくと。

- | | |
|----------|------------|
| 9月21日(火) | 8月の貿易収支 |
| | 日銀金融政策決定会合 |
| | 米7月の貿易収支 |

	自民党総裁選投票開票
9月22日(水)	8月の日本の貿易統計 7月の日本の産業活動指数 米連銀、ページブック発表 IMF「世界経済見通し」
9月23日(木)	ECB理事会
9月24日(金)	8月全国百貨店売り上げ
9月25日(土)	民主党臨時党大会(代表選投票開票) G7蔵相、中央銀行総裁会合

週前半の最大の焦点は、21日の日銀政策決定会合である。筆者は日銀が従来からの主張とあまり矛盾せず、しかしアメリカなど協調介入を今まで渋ってきた国の通貨当局を満足させて協調介入に踏み切れる環境整備をする形で、新たな金融緩和措置(量的金融緩和を中心とする)を打ち出しG7での合意成立を確実にすると見る。

先週までは速水・日銀総裁は「(金融緩和面で)もう十分な事はしている」として、アメリカなどが求めている介入資金の非不胎化などには承伏しかねるとの立場を貫いたようである。

しかし、アメリカに続いてIMFの高官までが日本の金融政策の一層緩和を求め始め、仮に今回円高阻止の協調介入で合意が出来なかった場合には円相場の再急騰、それに伴う日本の金融市場(特に株式市場)の混乱、それに伴うニューヨーク市場の動揺と続き、最終的にはドル急落の引き金を引きかねない立場に日銀が置かれていることを考えれば、日銀は従来立場を諸外国の要望に沿ったものに変えてくると見る。今回要望を拒否し、動かなかった場合のリスクはあまりにも大きいからである。

日銀が非不胎化を直接的に政策とするのか、迂回的な量的金融緩和措置を取るのかは不明である。その独立性維持の必要性や、日本の国内の金融情勢には一番詳しいとの立場の表明の中で、直接的な態度変更ではない形で市場への資金供給量の増大措置などを打ち出してくる可能性もある。しかし、いずれにせよ筆者は「今回行動しないリスク」は日銀にとって極めて甚大であるがゆえに、21日の金融政策決定会合ではG7を意識した措置が決まってくると考える。

二次補正に関しては、日銀の緩和措置が出て補正の規模が拡大しても長期金利の上昇がある程度押さえられる見通しが立てば、かなり思い切ったものになる可能性が高い。これは小淵政権が既に検討を進めている。週末のG7までには先進各国に協調を要請する日本の体制は整うことになる。

《 yen under upward pressure 》

これを受けた週後半のヤマ場であるG7では、最近の円相場の急騰が日本経済のゆっくり

した回復基調から見て速すぎるものであることを表明し、必要があれば先進各国が協調して市場に介入する可能性を声明の中に埋め込む形になるでしょう。基本的には従来の原則論が出るものではなくても、声明の中に「円」の単語を入れて、今回の措置が円相場の安定を狙ったモノであることを明確にする可能性が高い。

こうした声明を出すことの意味は、

1. 円急騰を恐れて対日投資を考えている世界の投資家が急ぎ円を調達する圧力が減退させ、日本への投資を決断したときにはいつでも安い円が調達できる環境を整える（買い急ぎ要因をなくする）
2. 円の上昇を見込んだ投機的な円買い需要を押さえ込む

ということでしょう。つまり円を買い急がなければならない状況を除去し、円に対する思惑的な買いを抑止するということです。たしかに協調介入体制の整備を行い、この二つの状況が出来上がれば、1週間で5円、10円の円高になるような急激な円相場の急騰は避けることが出来る。

しかし、日本経済の回復を見越した本来の投資資金の流入はむしろ増加すると考えるのが自然です。円の急騰阻止で先進各国が協調し、日本は日本で金融緩和を一段と進め、そしてだめ押し的に補正予算を組むわけですから、日本経済の回復見通しは従来以上に高くなる。

日本にとっても、息の長い投資資金の流入は歓迎すべきものです。今までの日本の株式相場の上昇に外人投資家の資金が大きな役割を果たしてきたことは明確で、株価の上昇がなかったら日本経済の各所での痛みは緩和されていなかったでしょうし、企業心理や消費者心理ももっと悪い状態にとどまっていたはずです。つまり、今の日本は円を急騰させない程度に、海外の資本には引き続き入ってきて、株価を支えて欲しい状態にある。

とすれば、日銀政策会合、G7 とつながる一連の会議の末に出来上がる体制は、「ドル・円相場の反転」を狙ったものではなく、「ドル・円相場の安定」を目指したものになるはずです。つまり、介入体制を整えたとしても、維持がかなり難しい体制になる。なぜなら、日本経済の回復が確実視されるようになればなるほど、基調的な円高圧力は高まりますが、今週の一連の会議で決まることは日本の景気回復を確実にする方向に働くからです。

以上の環境を考慮すれば、今後の相場展開については次のように予想することができます。

1. 協調介入体制が確定すれば、ドルは反発して110円、さらにはそれよりやや円安へのドルの反発が見込まれる
2. アメリカが参加した協調介入の効果は、日本単独の介入とは持続力が違うので、このレベルでのドルの底堅い状況はしばらく続くと考えられる

- 3 . しかし、ドルが持続的な上昇基調に乗ることはない。日本への資金流入は続くだろうし、円が安くなれば安くなるほど海外の投資家は円を買いやすくなる
- 4 . 従って、介入の懸念が後退してくる段階では円買い圧力が徐々に強まると予想される

なお、今週末あったニュースをいくつか拾うと

- 1 . 18日付けのインターナショナル・トリビューンはワシントン・ポスト氏のジョン・ベリー（グリーンSPANに一番近い記者と言われる）の見通し記事を掲載。過去2回のFOMCではフェデラルファンド金利を各0.25%引き上げてきたFRBは、次回FOMC(10月の初め)では金利を据え置くだらうと予想している。その理由は A. アメリカのインフレ率は上昇の気配を示してはいるものの、依然として33年ぶりの低い水準にある B. コンピューターの2000年問題に関して金融市場が神経質になっている――の二つ。筆者も、10月05日の次回FOMCは「利上げなし」と見ます。
- 2 . コンピューターの2000年問題に関連してグリーンSPAN FRB議長は週末「FRBとアメリカの多くの企業は2000年問題への対処措置を十分に講じており、また多くの企業はすでに年末に向けた資金手当を済ましていて、さらに問題発生を封じ込めるための追加予防措置を講じている」と、2000年問題乗り切りに自信を示した。
- 3 . サマーズ財務副長官に「長官」のイスを7月02日に明け渡して以降「次のキャリアは」と注目されていたルービン前財務長官が、Local Initiatives Support Corpという都市再建の為の資金援助団体の会長に就任。この団体は、財政危機にあるアメリカの多くの都市の住宅、教育、職業訓練プロジェクトに昨年一年間だけで6億ドルを供与（融資・贈与）したという。ルービン前長官の会長就任により、この団体の銀行、企業、団体、連邦政府からの資金調達力は高まることになる。

〈 have a nice week 〉

私にとってはなにか忙しい週末でしたが、みなさんはいかがでしたか。しかし、だいぶ涼しくなってきた。街には長袖の人も出てきている。やっと今年の夏の厳しい暑さから逃れられる時期が来たと言うことです.....と事前には書いたら、今朝の通勤はまたまた暑かった。本当に涼しくなるのには、あと一週間程度かかるということでしょうか。

日曜日は都内・世田谷区の松沢で中学の3年間を硬式野球で過ごしてきた子供たちのチーム（東京泉リトルシニア）のお別れ戦があって見に行ったのですが、さすがに中学3年くら

いになると体も大きくなって、見応えがある。3年生はすでに実践からは退いて練習もしていない。2年生、1年生の連合チームと対戦（紅白戦）したのですが、最初は下級生チームに5点も入れられてピンチだったものの、さすがに少しやっていると練習や試合をしていた日々を思い出すようで俄然盛り返し、最後は逆転。

プロ野球もいよいよ残り15試合を切って最後の仕上げ。経済の回復を念頭に置くと、巨人ダイエーの「王・長島対決」が一番面白い。マスコミも従来とは違った視点ができ話題を作りやすいでしょう。一種「夢対決」ですから。しかし、そのためには巨人が踏ん張らねばならない。今年の巨人はここぞというところを押さえられない弱さを続けてきた。日曜日は良い形で勝ちましたが、今週のドームでの6連戦が大きなポイントになるでしょう。中日は残り試合をうまくいって5割ではないでしょうか。巨人にもチャンスはある、ということです。

《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》