

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1600号 2001年07月23日(月)

## 《 no market impact at all 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 国際会議への抗議行動の中の出来事としては初めて死者が出る中で行われたジェノバ・サミットは、事前に予想された通り具体的中身が何もない経済宣言や、その他対立点を残したままの各種文書を発表して終了した。今回ほど市場へのインパクトがないことが最初から分かっていたサミットは珍しいし、今週の市場は早くもサミットが行われたことも忘れて動き始めるだろう。週末ネットで見たウォール・ストリート・ジャーナルは、サミットの主要分析記事の中で経済宣言の文章を一つも引用していなかった。それほど、今の世界経済に実質的に踏み込まなかったし、踏み込めなかったサミットだったということだ
2. これは各国の政策の手詰まりが明らかになりに、首脳の間にはサミット儀式化への慣れが蔓延して、これを有効な会議とするアイデアに欠けているためである。ITの減速が問題だったのに、その活性化に関するアイデアもなかった。ブッシュ政権の内向き指向、リーダーシップ不足も顕著だ。「こんなサミット必要ない」(イタリア首相)との主催国トップの発言も飛び出す中で、環境、ミサイルなど主要問題での先進国間の対立構造は持続した。市場は「世界的リーダーシップの欠如」への先行き不安感を今後も抱き続けよう
3. 経済宣言は「健全な経済政策とファンダメンタルズはより力強い成長の基盤となる」「(アメリカ経済の)長期的傾向は良好である。最近立法化された減税も、成長を押し上げるだろう」という楽観論で文章を終わりにしているが、首脳達の頭の中では「世界経済は過去一年間に予想以上に鈍化した」「(アメリカ経済は)成長が急速に鈍化した」(ともに同宣言から)という懸念の方が大きかったはずである
4. こうしたなかでアメリカ政府は、「金融政策の効果が出るまで1年から1年半かかる」(リンゼー大統領補佐官)との理由から、米経済の回復時期を今年の後半から来年に先送りし始めた。日本、欧州の景気回復は望み薄で、途上国経済もアルゼンチン、トルコを中心に不振の中で、アメリカの景気回復だけが頼りだった世界経済は、今後も回復への明確な手がかりがつかめない状態が続く
5. 為替市場は米経済の先行きに対する懸念を敏感に反映し始めた。またアメリカ国内

にも、ドル高を懸念する声が出てきている。米政府は「為替相場は、市場に任す」(ブッシュ大統領)との立場で、今までのドル高傾向を大きくターンラウンドさせる意志は示していないが、市場は神経質だ。当面は120円台の前半での推移となろうが、一度は円が急騰する場面もありそうだ。ただし、経済の相対的強さの観点から円高は深く長期には続かず、長期的に見たドル高・円安トレンドには変化はないと思われる。株価には世界的に引き続き下方圧力がかかると思われる

サミットから出てきた声明は、筆者が過去二週間の当ニュースで指摘してきた通り、表面的には「協調」をうたいながらも、先進各国の手詰まりを露呈する文章になった。声明を一言で言えば、「世界的景気鈍化への懸念の強まりを隠蔽して強気に振る舞い、協調を歌い上げた」というものだろう。何か新しいイニシアティブがサミットから出てきたわけではない。結局は各国の経済運営まかせということだ。こうした中で、日本に関しては参議院選挙後の「構造改革」の具体策への関心が高まろう。

### 《 U.S. is delaying recovery time schedule 》

先週の下院金融サービス委員会でのグリーンズパン証言と、サミット開催中に行ったリンゼー大統領補佐官が行った講演から明らかになったのは、アメリカが「景気回復時期の先送り」を始めたことである。「アメリカ経済の回復」こそ、サミットの首脳達が一番期待していることなのだが、それが先送りになれば、彼らの楽観シナリオは狂う。しかしそれが平然とサミットの会場以外で補佐官の口から語られたのが今回のサミットの特徴(軽さ)である。

ワシントン発で共同通信がこの週末に伝えるところによると、リンゼー大統領補佐官は19日の講演で「設備投資の回復には、あと数四半期かかる」と述べ、米国経済の本格回復は来年にずれ込むとの見方を明らかにしたという。またリンゼー補佐官は「金融政策の効果が出るまで1年から1年半かかる」とも指摘、利下げと大型減税の効果により「来年は力強い成長を期待できる」と述べたが、今までの米政府の見方は「今年後半には力強い回復に向かう」というのが立場だったから、大幅な後退である。

このリンゼー発言は、先週のグリーンズパンFRB議長の下院金融サービス委員会での証言と中身で軌を一にするものである。議長は今年後半にもアメリカ経済が回復に向かうとの楽観論を制するかのよう、「潜在成長力以下での経済成長は終わっていないし、弱い経済活動が続く可能性は現在考えられている以上に大きく、政策対応が必要である」というメッセージを残した。

具体的な数字を挙げると、FRBは今年の米経済成長率(実質)見通しをこれまでの2.0~2.75%から1.5~2.0%に引き下げた。これはかなり大きな下方修正であ

る。2002年に対する見通しは3.0～3.5%だが、これでも90年代の後半に4%前後に上がったと見られる米の潜在経済成長率から言えば、「sub-potential」と言えるものである。

グリーンスパン議長の米国経済に対する懸念は、以下のような証言の中に見ることが出来る。

But the uncertainties surrounding the current economic situation are considerable, and, until we see more concrete evidence that the adjustments of inventories and capital spending are well along, **the risks would seem to remain mostly tilted toward weakness in the economy.**

つまり、IT産業を中心に「在庫と設備投資の過剰」の調整が大きく進んだ明確な兆しが出てこなければ、アメリカ経済を取り巻く不安感はかなり大きいし、「(同国経済が抱えるリスクは)一層の経済軟化の方向にある」との判断である。

グリーンスパン議長の懸念は次の点にあると思われる。つまり、企業部門の「在庫と投資の調整」はいつか終わる。これまででかなり進んだようにも見えるが、しかしそれが終了した明確な兆しはなく、それが出てくる間は個人消費が米経済を引っ張って欲しい。今まではそれに成功してきた。しかし、次の二点でそれが息切れする懸念がある。  
すなわち

But there are also downside risks to consumer spending over the next few quarters. Importantly, the same pressure on profits and the heightened sense of risk that have held down investment have also lowered equity prices and reduced household wealth despite the rise in home equity. We can expect the decline in stock market wealth that has occurred over the past year to restrain the growth of household spending relative to income, just as the previous increase gave an extra spur to household demand. Furthermore, while most survey measures suggest consumer sentiment has stabilized recently, softer job markets could induce a further deterioration in confidence and spending intentions. (講演から、下線は筆者)

つまりグリーンスパン議長が懸念しているのは、

ア) 株価の下落による「逆資産効果」

イ) 雇用市場の悪化が呼ぶかもしれない消費者の景気信頼感の低下

がもたらす支出意欲の低下である。もしこれが企業部門の復活の前に起きたら、アメリカ経済はエンジンを失ってしまう。

そのためには消費者が景気信頼感を維持し、企業部門の立ち直りが期待できるまで景気を消費者の手で支えて欲しい、そのためには必要なら利下げもする、というのがグリーンズパン議長の考えだろう。FRBは8月21日には恐らく小幅でも利下げをしよう。今のところ、消費者の景気信頼感は比較的強い。景気がこれだけダウンしているのに、どうしてだろうと思うほどしっかりしている。しかし、これが今後も続く保証はない。

### 《 vacuum in leadership 》

こうした潜在的な懸念、弱材料は、サミットの経済宣言がうたっている

(世界経済全体についての)

While the global economy has slowed more than expected over the past year, sound economic policies and fundamentals provide a solid foundation for stronger growth.

(アメリカ経済についての)

In the United States, while growth has slowed sharply, long-term trends remain favourable. Markets are dynamic and flexible, and both monetary and fiscal policies are being actively employed to support recovery, while maintaining price stability. The recently enacted tax cuts should bolster growth.

(欧州経済についての)

In the euro area, although economic activity has weakened, growth prospects remain favourable. Tax cuts, as well as structural reforms aimed at further increasing employment, should continue to support sustainable non-inflationary growth. The steady implementation of economic reforms will contribute, to further raising the potential for growth.

など「楽観論」、楽観的言葉とは大きく異なっているし、サミットの世界経済認識が市場の一般の見方や各国の当局者の本来の立場から浮き上がっていることを示している。サミットの文書の中でまずは妥当な、そして的を射た景気判断になったのは、日本に関する部分だけである。(ただし政策に関するコメントは空疎だ)

In Japan, economic activity has further weakened, and prices continue to

decline. Against this background, monetary policy should keep providing ample liquidity. Vigorous implementation of financial and corporate sector reforms is needed to lay the foundation for stronger economic growth over the medium term. We welcome the recently announced reform initiatives, which will contribute to this end.

小泉政権の「骨太の改革」(英語では端的に表現する言葉がないのだが)を「歓迎」となったことは、日本へのせめてもの期待と言うことだ。しかしその小泉改革にしる「具体策は参議院選挙後」ということになっていて、市場はそれに確信を持ってないからサミット前から株を中心に落ち始めている。今回のサミットから出てきた経済宣言は、そうした危機認識があったものとはとても言えない。

経済宣言は会議の直前に危機が深刻化したアルゼンチンと、同じような経済危機にあるトルコについて以下のように国名を挙げて盛り込んだ。

3. (中略) However, recent developments in emerging markets point to the need for further progress in reinforcing domestic financial systems and the underlying fiscal positions. Recent measures taken in Argentina and Turkey represent positive steps in this direction. We commend these efforts and encourage the continued implementation of their reform programs in close collaboration with the IMF and other relevant international financial institutions.

しかし、ここでも従来の路線の踏襲でしかない「IMFとその他の国際金融機関との協力による改革計画の実施継続」というのが内容だった。

こうした状況は「(世界経済における)リーダーシップの空白状態」と名付けることが出来るだろう。先進国は「協調」をうたうが、誰一人としてその指導者の役割を果たそうとしない。NGOなどがジェノバで反対運動を展開したのも、途上国の問題はむろんのこと、先進国自らの問題さえも解決できず、世界経済の混迷や途上国と先進国の経済格差を広める展開を許しているとするサミットへの反感があったことは間違いない。

NGOの側に「では、世界経済グローバル化を図らずに経済格差を縮小し、貧困国を裕福にする方策があるのか」という疑問をぶつければ、今のところ有効な施策は出てこないだろう。その意味で、「反グローバル運動」が大儀があるとは思えないのだが、今のサミットはあまりにも空洞化した故に、「ぜひ今の形で続けるべきだ」という議論を展開するのは難しい。

「(世界経済における)リーダーシップの空白状態」がなぜ生じているかと言えば、「ブッシュ政権の孤立主義的姿勢」「改革に本当は不熱心な欧州」「自国で手一杯の日本」などが挙げられるが、最大の原因はブッシュ政権の姿勢だろう。環境、ミサイルなどあらゆる主要問題についてブッシュ政権はリーダーシップを放棄して、自国優先の政策をとっている。

また途上国の経済危機(例えばアルゼンチン)に関するブッシュ政権の基本的姿勢は、「その国が解決する問題」というものだ。基本姿勢としては良いが、市場は「何かあったら市場安定化にアメリカが乗り出す」というのを期待し、それを頼りに資金を動かしている。クリントン政権が90年代の半ばに行ったメキシコ危機への対処はその典型で、当時のグリーンズパン FRB 議長、サマーズ財務次官などは果敢に介入に踏み切り、メキシコ危機を乗り切った。

ブッシュ政権には、そうした危機へのシナリオが見えない。それを市場は不安視しているものと思われる。

今週の主な予定は次の通りです。

7月23日(月)	5月産業活動指数 5月貿易収支 国際捕鯨委員会年次総会
7月24日(火)	政府の総合規制改革会議が基本方針を正式決定 米6月半導体製造装置受注
7月25日(水)	6月電気大型店協会売り上げ
7月26日(木)	6月商業販売・大型小売店販売 日銀支店長会議 米4-6月雇用コスト指数 米6月耐久財受注
7月27日(金)	7月東京都区部消費者物価 6月全国消費者物価 モノレール「ディズニーリゾートライン」開業 米4-6月GDP 米7月ミシガン大学消費者態度指数改定値

為替に関しては、ブッシュ米大統領が22日に米口首脳会談後に記者会見し、「米国は、市場の調整にゆだねる」と話し、改めて人為的な調整に否定的な考えを示している。これはサミット前の米政府の立場と変わらない。

先週の為替市場の動きを見ると、ドルには買い疲れの兆しがある中で、米経済の落ち込みが材料となってドルが特にユーロに対して落ちる場面も見られた。その影響でド

ル・円もやや下値を追った。ドル高シナリオには疲れが見られる中で、今後ドルが一時的に大きく落ちる事態も考えざるを得ない状況である。

しかし、経済の相対的強さの観点から円高は深く長期には続かず、長期的に見たドル高・円安トレンドには変化はないと思われる。株価には世界的に引き続き下方圧力がかかると思われる。

### 《 have a nice week 》

3連休でしたが、いかがでしたか。相も変わらず暑かった。避暑の狙いもあって土曜日の午前中から日曜日の昼まで諏訪にいたのですが、これが全く避暑にならず。ちょっと涼しかったのは夜中2時過ぎから陽が上がるまで。あとは東京と同じ暑さ。地球全体の温暖化の影響か、諏訪の涼しさも全くあてにならなくなった。

サミットは中身ではなくて、騒動で暑かった。で、次のサミットはロッキー山脈の静かな里でこぢんまりと開きたい?? とカナダのクレティエン首相。そうでしょう。経済宣言などは、10日も前に日本の新聞に「骨子」とか書いて載っていた。だとすれば、首脳連中は何を話し合ったのか。

クレティエン首相が、「首脳会合の本来の姿を取り戻す」と表明したのは、当然でしょう。会場を20万人ともいわれる抗議デモが取り囲んでいるような状況では、会議の意味そのものが問われる。しかも、シナリオ通りの儀式会議。京都議定書では歩み寄り出来ず、ミサイルの問題ではどうせ歩み寄りはないと討議までされなかった模様。

来年6月の開催地はカナダ・アルバータ州の高原リゾート「カナナスキス」ということらしい。名前からして、インディアンが付けた名前でしょう。宿泊施設は350人分しかないというので、「各国の代表団も30? 35人に」と。それの方がよい。

今年のようなサミットだと、「先進8カ国が会議をした、今年も協調を強調した」というだけの会議で終わってしまう。意味がない。

それでは、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》