

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第 1 6 1 8 2 0 0 1 年 1 2 月 1 7 日 (月)

《 How far will yen slide 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

- 1 . 円相場のレベルが世界的な関心事項となってきた。相場の動きとともに日本の新聞の円相場関連記事が急増しているが、海外でも同様である。例えば週末の国際ナショナル・ヘラルド・トリビューンは「How far will yen slide amid recession ? 」という長い記事を載せている。円安は今年の最安値の 1 2 8 円近くまで行った対ドルばかりでなく、対ユーロでも 1 1 5 円前後まで進行している
- 2 . マスコミの関心が高まる中で、インタビューを受けて見解を表明する通貨当局者の発言も内外で増加しているが、これまでのところアメリカ、日本の当局者の間でも自然なドルの上昇、円の下落を受容しようと言う受容派と、そうではなく意図的な円安を誘導しようと言う誘導派の二つに割れているように見える
- 3 . たゞしはっきりしているのは、円相場の下落がここ暫くの外国為替市場でのトレンドであって、望ましいこととの見方の中での論争であるということだ。短期的に見れば、相場の動きがマスコミに取り上げられ始めたということは、相場の動きが速くなりすぎているか、その動きを望ましくないと考える力が働き始めた証拠で、円は目先反発する可能性もある
- 4 . しかし、長期的な視点では今年に残る期間から来年にかけての円相場の長期的なトレンドは円安だろう。先週末の海外の外国為替市場では円相場は 1 2 8 円の直前まで行って、ニューヨークの引けは 1 2 7 円台だった。円安トレンドは今後も続くと思われる

海外市場で円を 1 2 8 円近くまで押し下げる直接的要因となったのは、Medley Global Advisors のレポート。このレポートはある財務省高官の言葉を引いて「ドルに対して円の限界はない」だった。要するに、ドル高・円安をどこかで止めると言うことはない、ということである。しかし、このレポートを財務省はわざわざ声明を出して否定した。「このレポートは、財務省の立場を表明するものではない」と。これで円は 1 2 7 円台の前半に戻った。

ファイナンシャル・タイムズも報じているが、財務省がわざわざ Medley Global

Advisors のレポートの否定声明を出したのは、それが必ずしも財務省の総意ではないことと、こうした見方（財務省は円安に限界を設けない）が広まると、ドル高・円安に歯止めがかからなくなるとの懸念があったためだろう。

しかし、Medley Global Advisors が「全くの観測記事を流すとは思えない」(FT) というのも確かである。なぜなら過去の経緯から言って、この会社が全く根拠のないことをレポートとして出すことは考えられないし、実際のところ財務省にいくつかの情報レポートをもっていると思われるからである。ということは、こう考えることが出来る。

「財務省の中でも円安をある程度許容するコンセンサスはあるが、どの程度、どのようなスピードでとか、それを意図的に誘導すべきかどうかに関しては立場が分かれている」

ということである。円相場の動きの中で、どれが最終的な立場になるかはまだ分からない。アメリカの場合は、大きな決定は大統領も入った会議で決める。しかし、全体的に言えば政権成立以前のリンゼー大統領補佐官発言でも明らかだが、クリントン政権よりはるかに日本の経済再建策の一つとして円安に寛容であると言うことは確かだ。

同じような事情は日本にもある。既に日銀の何人かの審議委員は先週にかけて毎月一定額の外債購入などによる円安誘導の意見が出ている。エコノミストの間でも、積極的円安誘導を主張する人が出てきている。

一方で、円安誘導には慎重な見方が財務省などに強いことも確かである。筆者も意図的な誘導には反対である。過去のどの経済危機国と比べても、日本の大きな違いは対外収支が「黒字」だということだ。赤字ならその国の通貨が下がるのは「当然」と映る。1985年のプラザ合意もそうだ。

しかし減少しているとは言っても、対外収支が大幅黒字で外貨準備も世界一、二位を誇る国が率先して「自国通貨安」を主張するのは、周辺国にとって理解に苦しむ面があるだろう。インターナショナル・ヘラルド・トリビューンの記事などを読むと、「円安は海外諸国にとって日本のデフレの海外への輸出」との見方をしている。

円安にはデフレ解消圧力、海外に持つ資産の円貨での価値上昇といった数多くのプラス面もある。対外競争力の強化に加えてである。だからこそ日本の経済危機打開策の一つに挙がってくるが、一方で「おいしすぎる」という見方も出来る。

日本の経済危機は、本来なら国内措置で解消できなければおかしい話で、他国に影響を与える通貨政策を意図的に動かすのは本筋から外れた話との見方が強いし、筆者もこの見方に賛成である。こうした中では、日本が国内で最大限の努力をせずに円安を主張するとしたら、国内的な合意ならまだしも国際的なコンセンサスを確立するのは容易な話ではないだろう。

だとしたら、騒がずに静かに市場の圧力で円安になるのを見守る、というスタンスが

出てくる。恐らく日本の財務省の立場はこれだろう。実際の所、自然に任せるより意図的な円安の方が、諸外国の反発を受けて早く壁に突き当たる可能性がある。

《 lower yen is not a perfect medicine for Japan 》

しかしはっきりしているのは、両方とも円相場の下落は望ましいこととの共通の見方に立っている、ということだ。受容か誘導かの違いだけで、円相場の軟化を予想していることには変わりはない。筆者は今の日本の経済再建に関する政策に関しては、企業と消費者の将来に対する信頼感の醸成（confidence-building）が出来るかどうかの評価のポイントだと思っており、その点で円安を意図的に導く政策がそれほど効果的だとは思わない。逆に自信を失う危険性もある。

重要なのは、自助努力と言えるものを放棄して円安だけに日本経済の再生を託すのは間違いだと言うことだ。日本の議論は「これかあれか」という択一的な傾向になりがちだが、これだけ複雑な経済の苦境を解きほぐす努力の中で、「これだけで」といった政策があるわけがない。円安推進論者は、円安が望ましいということを言いたいがあまりに、同時に進める政策（国家資金の流れの変更、システムの改善など）をきちんと提示していないケースが多い。これでは円安を誘導しても、日本人の対外購買力が低下するだけで、既に海外に工場を展開している大手の日本の輸出企業には迷惑だし、海外の資本や人材が日本に入ってくる契機にはならない。

はっきりしているのは、円安はもし起きたとしても改革をしなければならない日本に、より改革をしやすい環境を与えてくれるだけ、という視点だ。円安は目標ではない。

相場を長くやっていた人間の感覚からすると、相場の動き（今回は円安）がマスコミに取り上げられる時には、

1. 相場の動きが速くなりすぎているか
2. その動きを望ましくないと考える力が働き始めた

証拠である。マスコミ報道が増えると市場は神経質になる。報道は一方的な報道を続けるわけにはいかないから、必ず反対の見方（今回の場合は、「過度な円安は良くない」といった）や発言、ないし判断が表明されるはずである。往々にして、マスコミが相場に関心を持つ時には、短期的な逆方向への相場の動き起きる。これには注意した方がよい。

ただし、長期的な視点では今年に残る期間から来年にかけての円相場の長期的なトレンドは円安だろう。円安トレンドは今後も続くと考え。これは、今月の初めに出した来年の為替相場予想の通りである。

日銀は今週、恐らく円安にも関連する一連の政策オプションに関して政策委員会・金融政策決定会合で討議を行う。中原委員からは、再び外債、具体的には米債の毎月一定額の購入に関して提案があるだろう。

当座預金残高目標の引き上げも検討対象になるだろうが、今までの方式では民間への資金の流れが順調ではない。そこで、CP や社債をオベ対象にすることに関してもいくつか提案が出てきている。

しかし円安誘導にしても、CP や社債のオベ対象への昇格にしても、日本経済の抱える問題の最終的な解決策ではない、という点である。その意味では、日銀と財務省がようやく定期協議の場を設ける動きを示しているのは歓迎すべきである。単発の政策ではもはや日本の苦境脱出は無理であり、問題の本質（生産性の向上と国際的競争力の回復）に切り込む政策の総合力が試されているという認識がどうしても必要だ。

そうした認識なしに、戦力の逐次投入よろしくおそろおそろ一つの政策を試していっても、その効果は期待外れに終わるだろう。

《 Fed lowered its rates by quarter 》

アメリカでは、FOMC が予想通り 0 . 2 5 % の利下げを行った。ただし、今までの利下げと違って、幅といい理由付けと言い市場の予想通り。従って、相場を牽引する力は弱かった。声明の中の気になるフレーズは、「preliminary and tentative」くらいか。利下げをするからには、十分な理由が必要なのだから、回復に関してはこういう表現が当然ということになる。

FOMC の声明は次の通り。

The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate by 25 basis points to 1-3/4 percent. In a related action, the Board of Governors approved a 25 basis point reduction in the discount rate to 1-1/4 percent.

Economic activity remains soft, with underlying inflation likely to edge lower from relatively modest levels. To be sure, weakness in demand shows signs of abating, but those signs are preliminary and tentative.

The Committee continues to believe that, against the background of its long-run goals of price stability and sustainable economic growth and of the information currently available, the risks are weighted mainly toward conditions that may generate economic weakness in the foreseeable future.

Although the necessary reallocation of resources to enhance security may restrain advances in productivity for a time, the long-term prospects for productivity growth and the economy remain favorable and should become evident once the unusual forces restraining demand abate.

In taking the discount rate action, the Federal Reserve Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Boston, New York, Philadelphia, Chicago and San Francisco.

興味を持っていた米経済の今後のリスク評価に関しては、

「the risks are weighted mainly toward conditions that may generate economic weakness in the foreseeable future」

と従来通りだった。ということは、来年にかけてもう一度利下げを行う可能性があるということです。FRBの政策目標には法的に見ても日本と違って「雇用」が入っていますから、失業率が上がり続ける状況では、リスク評価は「conditions that may generate economic weakness」ということになる。

思い起こすと年初のアメリカのFF金利は、6.5%だった。それが今は1.75%。今年一年で利下げがなかったのは2月と7月だけ。にもかかわらず11回もできたのは、1月に2回実施したため。戦力の一挙投入に相応しい。

ただし、来年からは金利操作、リスク評価ともかなり難しくなるでしょう。ある意味で今までは政策が楽だった。下げていれば良かったからだが、来年はむしろ上げのタイミングも探らなければならない時期があると思慮される。

今週の主な予定は次の通りです。

- | | |
|-----------|-------------------------|
| 12月17日(月) | EU 欧州委員会「アフガン復興支援運営委員会」 |
| | 野村證券がNYSEに上場 |
| 12月18日(火) | 10月景気動向指数改定値 |
| | 日銀金融政策決定会合(19日まで) |
| | 米11月住宅着工 |
| 12月19日(水) | 2002年度政府経済見通し(この前後) |
| | 米10月貿易収支 |

12月20日(木)	米10月コンファレンスボード景気先行指数 12月日銀金融経済月報 財務省、2002年度予算政府案内示 米12月フィラデルフィア連銀指数 米11月財政収支 ECB理事会
12月21日(金)	10月産業活動指数 日銀速水総裁定例記者会見 米11月半導体製造装置BBレシオ 米7-9月GDP確定値 米7-9月企業収益改定値 米12月ミシガン大学消費者態度指数改定値 米11月個人所得・支出
12月22日(土)	アフガン暫定政権成立

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。だんだん寒くなりましたね。今朝の東京も寒いのですが、土日の諏訪も寒かった。風邪が流行っていますからお気を付けて。

それにしても今朝起きてびっくりしたのは「ニューヨークメッツの新庄が、同じナショナル・リーグのサンフランシスコ・ジャイアンツに移籍する」との報道。メッツの新庄、リラフォード内野手と、ジャイアンツの左の先発ショーン・エステス投手を交換する2対1のトレードだという。

メッツはヤンキースから移籍してきたジャスティスを直ぐに出すなど、今一番動いている球団。新庄もやっとニューヨークのファンが認めてくれたときに移籍ですから、驚いているのではないのでしょうか。

それはそうと、先週末には渡辺貞夫さんの50周年記念のコンサートが渋谷の文化村オーチャードホールであって、2時間半以上極めて上質な音楽を堪能しました。ジャズはいつも骨董通り沿いの小さなライブハウスで聞くのですが、多分このホールは3000人以上が入る。

「こんなでかいホールでジャズをどうやって盛り上げるのだろう」と思いながら聞き始めましたが、なんの心配することはない。上質さを保ちながら、しかし来ている人を決して飽きさせない演出。文章で表現することはなかなか難しいのですが、終わったときには「行って良かった」と思わせる。終了後のアンケートに書き込み欄があったので、「fabulous and moving」と書いておきました。

聞きながら「この人はもの凄く幸せな人ではないか……」と思いました。一つのこと

に50年も熱中できる。大体が、当時の栃木県で「ジャズをやりたい…」と言い出したら、親がどういう反応をしたのか容易に想像できる。許したのだから、親も偉い。やり続けた本人も偉い。

そして、「ナベサダとジャズ」と言われながら、今までの日本のジャズシーンを引っ張ってきた。70近くになっても楽しい仲間がいて、大勢の人に音楽を聴きに來てもらえる。いいじゃないですか。今度お会いしたら、音楽家になる前後の話も聞きたいと思いました。ナイス。

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》