

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1665号 2002年12月16日(月)

《 vulnerability for the dollar 》

先週号に掲載した「2003年の為替見通し」で「ドルの脆弱性は増大する」と予測したばかりですが、さっそく先週の週後半にはドルが大きく下落しました。

ドル下落の背景は、グリーンズパンが言うところの「地政学的なリスク (geopolitical risks)」の高まりがアメリカ経済に与える影響に懸念が高まったことと、2閣僚が交代して財務長官がスノー氏に、ホワイトハウスの経済政策担当補佐官にフリードマン氏が決まっても、経済政策の先行きに対する不安感があり、それがドル安の方向に働いたため。

「地政学的なリスク」とは、秋の段階では専らそれはイラクでした。しかし、1994年の枠組み合意に反して核兵器開発を続けていたと認めた北朝鮮はこのほど、KEDOに基づく原油供給を停止するとアメリカが発表したことを理由に、国内の核施設を電力生産を目的に稼働させる方針と発表。

“核兵器”という観点から見ると、8年間も止まっていた施設を稼働させるには数ヶ月が必要だし、そこからプルトニウムを抽出するにはまた1年かかるとも言われている。しかし、アメリカが二正面で「地政学的リスク」に直面したことは明らかで、これが金相場高、原油相場高につながり、一方でドル相場は対ユーロ、対円で大きく下げた。

対ドル、対ユーロでの円高は、この週末に「円安誘導」に関わる支持が日本国内で増大する中で進行した。私は見ていなかったのですが、この週末にはテレビ出演した竹中経済財政・金融担当大臣が日本の経済苦境脱出の一方策として「円安」に言及したそうで、これはその前の塩川発言と相通じるところがある。また今朝、つまり16日の日経金融新聞には東京大学先端科学技術研究センターの伊藤隆敏教授が「デフレ克服のための適切な政策パッケージを採用し実行することで自然な円安を引き起こし、それを“放置”することが望ましい」という文章を寄せている。

伊藤さんの説は“(円安の)放置”であって、そのリードが示すような「円安“誘導”」というものではないが、結果的に円が安くなる政策を日本は総合的に取るべきだと主張している点で他の人々の論と軌を一にする。デフレの環境の下では円が安くなることには日本経済へのメリットが多いので、「円安」は多くの人々が歓迎する方向である。

しかし、相場は「多くの人々が望む方向」に行くとは限らないし、日本の事情ばかりでなく、もう一方のアメリカの事情、それに日本を取り巻く諸国(例えばアジア諸国)の事情の反映であって、筆者がしばしばここで論じているとおり、日本が希望してもなかなかそ

の方向に舵取りするには時間がかかる。

ここでもう一度、先週掲載した私の為替相場予想を提示します。

「2003年の為替相場見通し」

ここ数年に比べて、ドルの脆弱性は増大すると見たい。ただし、これは必ずしもドルが下がるという意味合いではなく、場合によってドルが大幅に下がる危険性が高まったということだ。

今の世界経済を覆う基本的環境は、デysinフレないしはデフレである。そうした中で、日本、欧州を中心に成長率は低下している。アメリカも90年代後半から2000年代初めの高い成長は望めなくなった。これは、IT以降の世界経済の牽引産業が見あたらないことが原因だ。

こうした中で世界の中央銀行は、インフレの時代には想像も出来なかったような積極的な金融緩和に出ている。ペースや思い切りの差はあるが、世界各国の金利水準は「もうこれ以上の下げ余地」を探すのが困難なほどだ。むしろ量的緩和の道は残っているが、それにしても金融政策発動余地は狭い。加えて、もう一方の代表的経済政策手段である財政政策も、日本、欧州、アメリカの順で赤字増大の桎梏から思い切ったことができない。せいぜい減税だ。

どの国も念頭に上がり始めているのは、「為替調整」だ。80年代のアメリカを見ても、最近では97年、98年の韓国を見ても、為替レートの下方調整（自国通貨安）は有力なリフレ手段だ。年末の日本で「円安論」が高まっている背景には、明らかに政策の手詰まりがある。しかし、同じ事情はアメリカにもある。欧州はまだインフレが一部EU加盟国で高いために通貨安の誘惑は小さいが、これ以上のユーロ高を回避したい気持ちは強い。

重要なのは、自国通貨安は他の先進国通貨だけではなく、例えば中国の元のような「台頭しつつある国の通貨」に対しても出てきていることである。ゲームは複雑化しつつある。それは、世界各国から見て中国が「デフレの輸出国」であり、「先進国の経済的枠組みを崩しかねない」存在と見えているからだ。日本では、塩川大臣の発言にそれが現れている。

アメリカは対イラク姿勢で中国の支持を得たいが為に元の為替レートの問題に関しては口をつぐんでいるが、日本円やユーロに対するドル相場の高さには、産業界の不満が強い。あるのは「ドル安期待」。アメリカの経常収支が真っ赤、日本のそれが大幅な黒という状況は続いている。

来年の為替相場を予想する上で一番大きなのは、年末になって経済チームを入れ換えたブッシュ政権の意向である。為替を長年見ている人間として言えることは、「為替市場が米政権の意向に反することは稀」だからだ。ウォール街の利益に配慮して従来の「強いドル政策」を続ければ、実際にアメリカは柔軟性、成長力などあらゆる面で相対的に日欧経済より優れているのだから、ドルは堅調に推移する可能性が強い。日本もそれを望む。

しかし、アメリカがデフレの危険性に具体的に直面し、リフレ策の一環としてドル安政策に転じるときは、過去にその政策を何回も発動した実績があるし、実際に対外収支の動向からもいつドル安が生じてもおかしくない環境にあるだけに、ドル安は深く進行する危険性がある。まだその可能性は小さいが、経常収支の黒を帳消しにする資本の日本からの流出は、依然とし

てパワーに欠ける。むしろ、日本政府には円高阻止の意向が強い。円高には、介入で対抗しよう。あえてレンジを提示すれば、110円～145円か。値動きは激しくなる可能性が高い。

《 need a engine for the world economy 》

いくつか解説をしておかねばならないことがあります。まず「ドルの脆弱性は増大する」と書いたのは、新しいブッシュ経済チームのドル政策がたとえ「強いドルの継続」と表面上なっただとしても、その本意は従来に比べて怪しいものになるだろう、というのが筆者の考えです。実はサマーズからオニールになったときも筆者はそうした印象を持った。それは、財務長官の出身母体（産業界）という問題もあるし、ITがアメリカ経済を牽引した時期より環境が弱々しいという情勢もある。

来年のアメリカ経済も、我々が想像している以上に「牽引車」を欠いた、弱々しいものになる可能性が高い。例えばアメリカでは消費者物価など物価の動きを見ると、経済が徐々に熱を失いつつあり、デフレの接近を予感させる動きとなっている。大規模な減税が行われる見通しだが、成長の核が消費だけでは心許ない。

そうした環境では、アメリカは伝統的にドル安に政策の舵を切りがちである。それは歴史的に、という意味でだ。マーケットはそれを敏感に感じている。アメリカ政府が「強いドルはアメリカの国益」と言っても、市場がそれを素直には受け取れない環境が醸成されつつある、というのが現実である。

一方で日本には「円安願望」が近年になく強いし、日本の金融情勢を見れば円安になっておかしくない状況も醸成されつつある。それは、本来だったら日本の資本がもうすこし外に出て良い状況だ。経常収支の黒は大きいのが、為替はむしろ資本の動きを投影する。従って脆弱性を抱えたドル高が持続する可能性もある。

一番大きなリスクは、アメリカのデフレが顕著になって、アメリカが政策的に自国通貨を強くしておくことのメリットを見限った場合である。

『為替を長年見ている人間として言えることは、「為替市場が米政権の意向に反することは稀」だからだ』

と筆者は見通しの中に書いたが、これは実感である。各国から膨大な輸入をして、自国の市場を外に開放しているアメリカの希望は各国とも聞かざるを得ない。最大のお客様だからだ。対して日本は円安にしたい、といっても対外収支が真っ黒の国である。黒字を出している国が「自国通貨を安くしたい」というのは、かなり力学的に難しい。

以前財務省副財務官だった伊藤さんは、

「日本が適切な経済政策パッケージをとり成長を回復する、と説明すればその過程で円安に振れたとしても米国が特に抗議するとは思えない」

と述べている。筆者は今の経済情勢では、例えば塩川財務大臣が言うような150円～600円というかなりの円安になるまで、「アメリカが黙っている」というのは非現実的な見方だと考える。

もっとも、そうなる可能性もある。例えば北朝鮮が方向性を失って、朝鮮半島が特に北の部分で争乱状態になるような状況である。これはさすがにウォン安、円安に動くでしょう。一時的にも。ただしそういうことが直ちには起きないと見ているから、円安の上限を145円とした。

アメリカが極端なドル安を嫌うだろうと考える要因もある。それは、アフガニスタンと対峙し、そして今イラクと対峙している状況で、自国通貨があまり惨めに下がることは望ましいことではない、という点だ。また、110円台をディープに円高になれば、日本の通貨当局は介入する。そうした要因の総合判断が、来年の私の為替相場予想になっている。

来週の予定は以下の通り。

12月16日(月)	日銀政策委員会、金融政策決定会合(～17日)
12月17日(火)	10月景気動向指数改定値 米11月住宅着工 米11月鉱工業生産、設備稼働率 米11月消費者物価
12月18日(水)	12月日銀金融経済月報 米10月貿易収支 北米11月半導体製造装置受注
12月19日(木)	韓国大統領選 ECB理事会 米11月シカゴ連銀指数 米11月景気先行指数 米11月財政収支 米12月フィラデルフィア連銀指数
12月20日(金)	10月産業活動指数 速水日銀総裁月例会見 米7-9月GDP確定値

《 have a nice week 》

おやおや、もう来週の月曜日は23日。いよいよ押し迫ってきました。年賀状も書いてないし．．．．．と気ぜわしいですね。私の場合、大学も今週が今年最後、とか「最後」がいろいろこれから出てくる。

多分このニュースも今週のこの号が最後です。今年もいろいろありましたね。しかし、最近は過去一ヶ月ぐらいの事が非常に記憶の中で大きくて、その前がかすむ。時間の流れが速いということ。去年の最後の号では何を書いていたのかなと見てみると、

『今年の小生の年賀状文言の一つは、「多事多難な一年でした。来年もそうでしょう。変化を楽しみながら行きたいと思います」です。もうこうなったら、「変化を避けてはられない。楽しむしかない」というのが本音です。自分の身の回りも、世の中もすこぶる素早く展開しそうで、それもまあいいかという感じですね。

「変化を楽しむ」という言葉は昔から好きで、1990年代後半のいつかの年の最終号の最後に書いた思い出がある。確か98年か99年の最後だったと思う。単に見栄えから言うと、「2001」より「2002」の方がバランスが良い。右と左が均衡している。均衡が取れるはずの年と云うことですが、そうなるかどうか。

まあこのニュースの読者の皆さんも、変化を楽しみながら新しい年を迎え、一年をお過ごし下さい。

それでは、良いお年を。』

となっていた。来年は2003年。お尻が頭よりちょっと大きくなる。座りは良くなると思うのですが。2002年のバランスが良かったかどうかは議論のあるところでしょう。

スポーツで年末の明るい話題はゴルフの世界カップでの丸山・伊沢のコンビの優勝でしょうか。朝日のネット版は以下のように報じている。

「丸山茂樹・伊沢利光の日本は、この日8バーディー、1ダブルボギー。通算36アンダーで、ミケルソン、トムズが組む米国に2打差をつけ、57年に日本で開かれた前身のカナダカップで中村寅吉・小野光一組が優勝して以来、45年ぶり2度目の世界制覇を達成した」

ナイスですね。とまれ、皆様には良い年末年始を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤 (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》