

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1492号 1999年04月26日(月)

## 《no major impact》

今週の焦点はまず月曜日に開かれる G7 ですが、前回 2 月 20 日の G7 と同様に市場を大きく動かすものとはなりそうもありません。アジア、中南米などでの経済危機が下火になり、これら経済に回復の兆しが出てきたことからどちらかと言えば緊張感の薄いものになりそうで、ルービン財務長官などはむしろ「各国の警戒感の希薄化」を警戒している。

為替について言えば、現時点で見て各国が不満を抱く水準や動きになっているわけではないが、会議の成り行きやその前後に起こるであろうコソボ紛争の激化などで、ユーロ安に拍車がかかったり、円が高値トライをする可能性もある。

主な議題は

1. まずいつもの通り各国の財政・経済政策運営や、主要通貨間の為替相場について
2. 国際金融市場の不安定要因としてのヘッジファンドの監視強化・規制策
3. 国際通貨基金 (IMF) の改革・強化

このうち「1」について見ると、前回の G7 声明が指摘した各国・各地域の経済状況は以下のようなものでした。

## (各国経済状況)

### アメリカと北米

In the United States and Canada economic growth is expected to slow gradually, but the overall economic outlook remains favourable. In these countries, policy should be directed at maintaining necessary conditions for sustainable growth.

### イギリス

In the United Kingdom growth is expected to be lower than last year but to recover thereafter. With a less inflationary outlook, interest rates have been reduced sharply and economic policies will continue to help create the conditions for sustainable growth.

### Euro地域

In the euro area growth expectations for 1999 have been lowered. The magnitude of the slowdown may differ among these countries. They agree on the importance of pursuing

an appropriate mix of macroeconomic policies and structural measures aimed at promoting strong and sustainable domestic led growth and fostering employment.

日本

In Japan short-term prospects remain uncertain. The Japanese authorities have adopted important steps to strengthen the financial system and macropolicies to reinforce growth led by domestic demand and need to push ahead with the implementation of their policies directed to those ends.

2月時点のこうした認識から、各国・各地域を巡る状況は以下のように変わってきたと言える、

1. アメリカなど北米では予想された経済成長の鈍化が見られず、経済活動は高水準を維持している。しかし引き続きインフレ再燃の兆候はなく、経済状況は良好。大きな環境変化としては、2月の末時点では9000～9500ドル台で推移していた（ダウ平均で見た）ニューヨークの株価が、今は10500ドルを超える水準になっている
2. イギリスと欧州では景気の鈍化の兆しが明確になり、それぞれの中央銀行が利下げを行った事。各国ともデフレ傾向が顕著になってきており、全体的には消費不振が景気の足を引っ張っている。特にEuro地域では今後も景気低迷が続くと予想されること
3. 日本が2月にG7などを前に実施に移した「金融システムを強化し、内需主導の成長」を狙った一連の措置実施と、その後の「変化の胎動」の兆しにも関わらず、経済の「不安定感」は残っていて、特にアメリカなどからは新たな景気刺激策を求める声も挙がってきている

この結果、今回のG7から出てくる声明は

1. （アメリカに関しては）ニューヨーク株の高値懸念などを念頭に置きながらも、その点には言及せずに「インフレなき成長という良好な環境を維持させる努力」を強調
2. 欧州と日本に関しては、利下げを行っても景気が回復しないことが徐々に明らかになってきていることから、改めて構造調整の必要性を強調する。積極財政の継続もメニューに

といったものになるでしょう。日本については、「引き続き景気の先行きが不安定であることを強調し、場合によっては日本に新たな措置」を求める文言が入る可能性が多少はある。しかし、常識的に考えれば前回の経済政策実施からまだ半年もたっていない状況では、直ちに日本に何らかの政策を求めるというものにはならないでしょう。これは5月初めの小淵首相訪米や、サミットへの積み残し案件になる可能性が高い。

## 《 will be same 》

前回の G7 声明の為替に関する記述は以下の通りでした。

「6. We discussed developments in our exchange and financial markets since our last meeting. We reaffirmed our view on the importance of pursuing policies to help avoid excess volatility and significant misalignments of exchange rates of major currencies. We will continue to monitor developments in exchange markets and cooperate a appropriate.」

為替市場の環境変化としては、Euro の水準が大幅に軟化したことでしょうか。しかし欧州サイドは、軟化傾向を辿った後での現在の Euro の水準そのものはあまり気にしている様子がない。スピードには多少の関心がありそうですが。逆に、Euro と円の対ドル相場水準に関しては、対外収支が大幅に悪化していて国内産業から悲鳴の聞こえるアメリカが関心を持っていそうです。

ただし、例えば円について言えば、榊原財務官が言うところの「premature」な円高には、アメリカにも警戒感がある。アメリカも必ずしも円高期待が強い訳ではない。むしろ、彼らにとって円安は困るでしょう。

榊原財務官の最近の一連の発言は、「円安にする意向はない。しかし、日本の景気回復が軌道に乗る前の円高も困る。アメリカもそれを理解している筈だ……」というもので、結局のところは「今のレンジ内での安定推移」を求めていると言える。市場も今のところそうした動きになっているが、筆者は市場の大きなトレンドは円高にあって、今後もその圧力が市場で出てくるのではないかと予想する。「介入懸念」と戦いながらも、円は徐々に高値をトライすると思う。

軟化傾向が続いているユーロに関してアメリカがどう思っているかが前面に出てくる可能性があり、これは注目である。アメリカとしては、ユーロ安には懸念を強めていると思われる。

しかし、今の情勢ではユーロ安のトレンドは変わらないと思われる。週末にワシントンで開かれた NATO 50 周年の一連の会合・式典では、表面的な動きとは別に「ユーゴスラビアへの地上軍の投入」の環境整備が行われているようです。ユーゴを NATO の思惑通りの和平に持ち込むには、「10万人規模の地上軍投入」が必要との判断を NATO 首脳（クリントン、ブレアなど）は固めつつとも言われる。今動かないと、難民が冬に入る前にコソボに帰れなくなるとの見方もあるため。これは時間との戦い。地上軍の動きに関する記事は週末にも数多く見られた。

コソボ情勢の市場への影響という点では、NATO の軍事介入が始まって以降だけでユーロは対ドルで3%弱軟化した。紛争の長期化や激化の予想は Euro 安を誘発している。地上軍

の投入は、少なくとも当初は Euro 安の市場圧力になる筈で、それは紛争の最終局面まで続くでしょう。市場では、「一ヶ月以内に、Euro は 1 ユーロ = 1.03 ドルになる」との見方も出ている。ということは、対ドルで強含みの展開が予想される円は、対 Euro では大幅に円高が進むということです。

IMF 改革やヘッジファンド監視に関しては、多少進展があるかもしれない。具体的な監視・規制策の細かなところまでは決まらないまでも、ヘッジファンドに融資する銀行など金融機関への規制の面では既にある程度の合意ができており、残る問題はヘッジファンドへの直接規制。アメリカは従来これに一貫して反対してきた。

クリントン大統領は先に、国際金融改革などに関して以下のような提案を行った。

1. 過度の資本移動など市場変動の抑制
2. 民間の責任分担
3. 新興国の金融監督強化
4. 国際金融機関による新興国のマクロ政策支援強化
5. 重債務国の債務削減の推進

ここでも、基本的にはアメリカは「ヘッジファンドの直接規制には消極的」である。これに対して、日本、欧州には「規制した方が良い」という考え方。具体的には、情報開示や金融当局への報告義務付けなど。ただし、昨年秋に発生した一連の事件でヘッジファンドの動きも鈍ってきており、先進各国の国際金融システム改革に関する熱意も冷め気味である。

前回の G7 で設置が決まった「国際金融安定化フォーラム」の第一回の会合が今月 14 日に開かれて報告が出ており、その報告を受けてヘッジファンド自体へのゆるやかな監視強化が合意される可能性はある。しかしこれも、直ちに市場に大きな影響を与えるといったものではない。

#### 《 more concrete measures 》

日本経済に目をやると、金融、財政の伝統的な経済政策手法が名目的に金利水準をもう引き下げられないとか、財政健全化の制約や長期金利水準への影響から大規模な財政の出動が出来ないなどの限界に達してきた事情が大きいのですが、やっと政府からも雇用対策や新企業創造などの面で見べき政策がいくつか出てきている。

短期的に成長率を引き上げるためだけなら、財政政策も効果がある。しかし、長期的な成長軌道を目指すなら、経済の大宗を占める消費と設備投資のそれぞれの主役の経済行動に、自信と活力が戻らなければならない。短期的な成長率を追い求めてきたが故に、日本は時間と資金の膨大な無駄使いをした。ほぼ 10 年の長きに渡ってである。大規模な財政

支出を行い、その後1年くらいは成長率が高まるが、そのあとはまた成長率が落ちると言うことの繰り返し。金融政策も目立った効き目はなかった。

金融も財政も「次の手」が明確に発動できなくなって、やっと「雇用」面を中心とした構造改革に関心が向いてきた。今までは雇用対策と言っても、ホワイトカラーを対象にしたような対策はあまりなかった。しかし、失業対策の枠内で行ける学校の制限が緩やかになったり、失業保険の給付期間が延長されたりとメニューは揃ってきている。

最近の朝日新聞の世論調査でもよく出ていたが、5年後、10年後の自分の雇用に不安がある時に、一年限りの減税をしたり、地域振興券のような少額の金額を一定の条件を満たす家庭に与えても問題の解決には何もならない。「変化の胎動」と言えるものがあるとしたら、それは経済政策のポイントの置き方がこうした本来もっと敏速に取るべきだった措置（雇用対策、起業の促進など）に向かわざるを得なくなったということと、経営者、従業員を含めて「いよいよ逃げ場がなくなった」「何かをしなくては」という雰囲気が出てきたことだと思う。

あとは税制改革など、残った改革を粛々と進めることで、短期的な措置にあまり走りすぎない方が良く考える。

「変化の胎動」は、数字にはなかなか表れてこない。失業率などは遅行指標だという事もあるが、例えば「消費」を「モノの販売高」を中心に見る今までの統計ではなかなか現れにくいと思われるし、事実そうになっている。デパートやスーパーの売り上げは、引き続き低調。しかし、これは考えると当然である。日本でこれから伸びる売り上げは「モノ」を対象とするのではなく、サービスになると思われる。

経済構造の変化に備えて新しいスキルを拾得するためにいろいろな学校に行くなど勉強するにしても、職業訓練校に行くとしてもそれはサービスを買うわけで、モノよりも「サービスへの支払い」が増加するはずである。介護の問題についても、そうである。それを高度成長の時と同じように、デパートの売り上げが伸びた伸びないで景気を見るのは間違っている。この問題はまた取り上げたいと思いますが、今の日本では経済構造の大きな変化の中で、経済論議そのものが大きく混乱している。

今週の主な予定は以下の通りです。

- |          |  |
|----------|--|
| 4月26日(月) | 先進7カ国蔵相・中央銀行総裁会議(G7、ワシントンで)                    |
| 4月27日(火) | IMF暫定委員会<br>省庁再編関連法案の閣議決定<br>ガイドライン法案衆院通過      |
| 4月28日(水) | 3月の日本の住宅着工<br>第二回産業協力会議<br>米商務省、鉄鋼ダンピング問題で最終決定 |

4月29日(木)	3月の日本の鉱工業生産指数速報 小淵首相訪米 米第4四半期雇用コスト指数
4月30日(金)	4月東京都区部、3月全国消費者物価 3月の日本の失業率 3月の日本の有効求人倍率 米第1四半期GDP速報値 東証、株式売買立会場の閉場式

### 《 have a nice week 》

連休前最後の号です。今週末からはやや長めの休みに入る人が多いのではないのでしょうか。最近は土日になると雨が降る傾向が強いのですが、連休期間中の天気はいかに。気持ちの良い晴れの日が多くなると良いと思います。

週末は、映画を見ようということになって、「エネミー・オブ・アメリカ」(確か英語の表題は Enemy Of States)を見ました。もう一つじっくりこない映画で、ネットが発達した「監視社会」の恐怖を示しているのですが、話はこじつけがましくて、どうも身が入らない。薦めるとも言えないし、だから「見ない方がいいよ」とも言えない、もし時間があるならという感じ。

それよりも、懐かしい俳優が出ていました。確かジョン・ボイドと言った。70年代の後半に確か「チャンプ」というボクシングの映画があって、その時に子供のためにがんばるボクサーの役をやっていた俳優。実に久しぶりに出ていたのです。悪役で、70年代に活躍したと言え、ジョン・トラボルタも最近また出てきている。懐かしい。彼は確か「Saturday Night Fever」だったと思った。

「チャンプ」はニュージャージーのフォート・リーの映画館で見たと思ったのですが、見終わったときほとんどすべての観客が泣いていたのをよく覚えている。あのチャンプの20年後の顔を見られたことだけで、ちょっと得したと思える映画でした。

それにしても、月曜日のG7というのは珍しい。私の記憶にもあまりない。前回のG7の記事とG7声明は2月22日号、ネット上では <http://www.ycaster.com/news/990222.pdf> にあります。

それでは、良い二週間を。連休中はこのニュースは休みです。

---

《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》