

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1510号 1999年09月13日(月)

《 yen's ascent will be slow 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 先週日本の通貨当局が行った市場介入は、日本経済の拡大基調が明確になる中での、またアメリカが協調介入に当面応じる兆しがない中での「スピード調整介入」である
2. 従って、ドル・円相場には今後も上昇圧力がかかると見るのが自然であり、当局もレベルを意識した介入より、円高のペースを調整するくらいの姿勢にとどめるべきだし、その方向になると考える
3. 経済の拡大が続き、高水準の資金流入が続く中ではある程度の円高を許容せざるを得ないし、これを腕力で円安にしてもメリットはない
4. 円高のペースが急速にならなければ、日本経済の拡大ペースが大きく崩れることはないだろうし、東京の株価もしっかりした足取りを続けることになる

日本側の期待にも関わらず、最近の円高・ドル安への介入に関してはアメリカの考え方は極めて醒めたものでした。先週一週間の重要人物の発言を拾うと、

"Consistently recognizing that a strong currency is in our national interest has helped to hold down inflationary pressure and capital costs"

サマーズ財務長官の発言。つまり、強いドルはアメリカの国益と言い続けることが、インフレ圧力と資本コストを抑えるのに役立ってきた、という考え方。だから、「言い続ける」ことに価値があるのである。つまり、実際にはドルが多少下がっても、建前としての強いドル歓迎を言い続けるということである。それが、アメリカのインフレを抑制し、資本コストを下げるとの考え方から。

"I know some in America are worried (about a resurgent Japan). They're afraid that a resurgent Japan means more competition for money and more pressure on the dollar. But on the whole, a Japan that could buy more American products and buy more products in Asia from other Asian countries will be very ... good for the global economy and, therefore, good for America's working people."

木曜日にニュージーランドでの APEC 会議に向かう途中でのクリントンの発言。直接為替に言及しているわけではないが、基本的な考え方として「強い日本」、「アメリカやアジアからモノ、サービスを買う日本」を歓迎しているが、これには円高が望ましい。

"The refusal by Treasury to intervene shouldn't in my view be read as an abandonment of the strong-dollar policy. A strong dollar policy doesn't mean that the U.S. has to initiate unsuccessful interventions in the market. They would have to come to a point where they think the market has overshot and it's something that could be reversed. I don't see that as having happened as yet."

現在はジョージタウン大学で教鞭を取っている元ホワイトハウスの経済補佐官だった Daniel K. Tarullo の分析。現在の段階で介入しないのは「強いドルの放棄」ではないという見方。アメリカの介入は明らかに「市場がオーバーシュート」して、それを逆転させる必要があると判断したときであり、現在はその状態ではないと分析している。

"So far, it hasn't had significant implications for the U.S. economy."

ニューヨーク連銀のマクドナー総裁の発言。ドルの下落はアメリカのインフレ率を押し上げていない、という意味合いで。FRB の理事も同じような発言をしている。

《 Japan want American cooperation 》

こうしたアメリカの立場は日本サイドも分かっているようで、先週末には宮沢蔵相が「円高は日本の問題だから、日本が対処する」旨の発言を行い、「介入は日本単独で行った」と語った。これは事実上、介入は当面日本が単独で行わざるをえないことを認めたものだ。

もっとも、将来の問題としては榊原英資・前大蔵省財務官が12日のテレビ朝日の報道番組で、

「先進7カ国蔵相・中央銀行総裁会議（G7）で、日米協調介入の合意はあり得ると思う」

と述べ、今月下旬（25日だったと思う）に米ワシントンで開かれるG7で円高・ドル安是正のための日米協調介入実施が合意される可能性があるとの見方を示した。榊原氏は、その理由として「米国はドル安になることによって、株価が下がることを心配している」と指摘。共同通信の報道によると、榊原氏はさらに「米国の今後の（金融）政策は利上げ（の方向）だ。利上げと同時に為替市場への介入を行うのは政策として矛盾しない」と語り、タイミング的にも協調介入がしやすい環境にあると分析したという。

榊原さんは前財務官ですから、今のアメリカがどういう雰囲気かはおそらく宮沢蔵相の発言の方が実体に近いのでしょう。実際のところニューヨークの株価を見てもきわめて堅調で変調の兆しはない。このニュースでも何回も指摘している通り、アメリカが協調介入に乗り

出してくるには、ニューヨークの金融市場の変調という具体的な兆しが必要で、実際にニューヨークの株式、債券相場が混乱したら協調介入の可能性は高まると筆者も見ます。

しかし、そもそもアメリカ、特にルービン前財務長官と新任のサマーズ財務長官の為替に対する基本的な考え方は、

「exchange rates will fall in line if the government follows sound economic policies」

というものです。つまり「政府が健全な経済政策をとれば、通貨の対外的な価値（為替相場）というものは、その政策に沿ったレベルに落ち着くものだ……」と。つまり、為替相場は、その国の経済政策の鏡だという考え方です。つまり、為替相場がその国の意図のように動かないのは、どこかに政府の政策の誤りがあると見る。だから、それを是正するのが先で、為替相手を小手先で動かす（manipulation）のは本筋から外れているとしている。

これをアメリカに当てはめると、政府が財政黒字の生かし方などで健全な政策を採れば、一般に懸念されているようなドルの急落は起きないと米通貨当局は考えているということである。

日本について言うと、日本経済への期待感もあって資金が流入していることもあるが、基本的には今の日本は内需主導の景気回復（またはその期待）になっておらず引き続き巨額の対外収支黒字が出ているが故に円高の素地が醸成されている……ということである。これは何を言っているかということ、日本は「内需主導の経済成長をすれば、円高圧力は減退する」と言っているに等しい。

介入という一時的な手段に訴えても、日本政府が健全な（内需手動の）経済政策を採用しなければ、その介入の効果は一時的だし、アメリカとしてはこうした一時的な効果しか持たない介入には関与、協力しないということであろう。

こうした環境を勘案すると、円相場には今後も上昇圧力がかかると見るのが自然です。107円台で介入を受けて先週一端110円に下落した円相場は、今週初めの段階では再び108円台になっている（東京時間午前10時）。円相場が上昇する過程では、今後もそのスピード調整を目的にした介入は続くでしょう。こうした状況は100円を割りそうなところまで続くと考えます。円高は他の通貨に対しても進行していて、対ユーロでは1ユーロ = 112円台と史上最高値近辺にある。

ただし筆者は、円高がもたらす日本経済全体への打撃が日本株の下落などの形で具体的に見えてきた段階では円高のスピードは落ちると考えるし、介入姿勢も強くなると見ます。この段階では、アメリカもジョインするかもしれない。その場合には、ドルの戻りも大きくなるでしょう。

しかし、今はまだ東京の株価もしっかりした動きを見せており、こうした環境下では円高

圧力は強いと考えられる。

《 Japanese economy on upward course 》

先週発表された日本の今年第二・四半期の GDP 統計は、予想外の強さを示しました。この統計は円高の最大の要因となりましたが、筆者は GDP の構成要素別で見ると今後の日本経済の先行きには懸念される材料は多いものの、不況に突入してからの時間の経過が既に 10 年近くになるうとしている中で、総合的に見て景気拡大への環境は整ってきていると考えます。

経済はまさに複雑系ですから、個々の構成要素に弱さがあっても要因の絡み合いの中で予想外の急速な回復を示す場合もある。筆者が重視する要因は以下の通りです。

- 第一に、政府、企業、個人の各レベルで、経済の活力を増すためには何をしたら良いのかの認識がかなり動かし難いものになってきた
- 第二に、長期間の消費抑制の中で、跛行性はあるものの一部の商品に対しては消費が盛り上がる兆しが顕著になってきたこと
- 第三に、前回の回復期である 96 年の場合と違って、政府がこの経済の拡大基調を崩すような政策を取りそうもないこと

規制緩和に始まり、中小企業の育成、ベンチャー企業の育成、雇用に関する教育制度の整備など、ネットワーク環境の整備など、最近政府が打ち出す施策は日本経済の今後にとって重要なものが多い。90年代の前半は言うに及ばず、90年代の半ばが過ぎても日本経済の処方箋に関しては的はずれな議論が多かったことを思えば、試行錯誤の中で政府も企業も、そして個人も「何をすべきか」に関してはかなりコンセンサスが出来上がりつつあると考える。

問題は、過去の残滓がある中でそれを敏速に実施できるかだが、政府は財政事情が苦しい中で無駄な支出は既に出来ないところまで追いつめられているし、企業も含みの消失の中で販売競争が激化し、本来やるべきことを先延ばしできない環境に置かれている。個人について言えば、ただ身をすくめていれば世の中良くなるという見方は消えている。

こうした状況になれば、余裕がある時期より景気の回復はスムーズに進むと考えるのが自然である。時期的に見ても、来年の前半には 2000 年紀に入って初めてのサミットが沖縄で開かれる。条件は整ってきているのである。

海外の投資家が日本経済の先行きに抱いている期待が過剰なものではないか、との危惧は確かにあります。日本人よりも、はるかに海外の連中の方が日本経済の先行きを明るく見ようとしている。

多分それには、相対的評価の問題があるのでしょう。つまり、景気のサイクルの問題や潜

在的な力から見て、他のどの国に比べても次は日本経済が回復しそうだし、株価も上がりそうだと判断です。これは絶対判断ではなく、他に比較しての相対判断ですから皆がそう思えばそういうコンセンサスが出来上がるというわけです。

これは日本にとっても好都合です。株式市場に入ってくるお金が日本の企業の株価を押し上げて、日本経済の抱えている問題のいくつかを緩和してくれる。それだけに依存してはいけませんが、それを景気回復の契機にできるし、すべきだと思います。

《 BOE raises interest rates by 0.25 % 》

日本ではあまり注目されませんでした。先週はイングランド銀行が予想外の利上げを実施しました。ダウ・ジョーンズが英金融市場のアナリスト20人を対象に予想させたら、事前には全員が「利上げなし」と予想していたという。

利上げの内容は、レポ金利を5.0%から5.25%に引き上げるというもの。イングランド銀行は、昨年の秋に7.5%だったレポ金利を徐々に引き下げてきていた。利上げは下げ局面に入って以来初めて。この予想外の利上げによって銀行株は下落。

エコノミストやアナリストは予想が外れたこともあって今回のイングランド銀行の利上げには批判的で、一部のエコノミストは、「英国の一部の住宅ブーム（南東部）に対応した処置」と非難している。しかし、筆者が注目したのは以下の利上げに伴うイングランド銀行の声明文です。

The Committee reviewed developments since its last meeting, including world demand, the strength of consumption and the housing market, and continuing tight conditions in the labour market. Although inflation is expected to remain below the target of 2.5% in the short term, the Committee concluded that a rise in interest rates was necessary to keep inflation on track further ahead, and that an early move could lower the level at which interest rates might otherwise need to be set. It therefore voted to increase the repo rate by 0.25% to 5.25%.

下線部分は6月の末にFRBが利上げした時に用いた考え方と全く同じ。つまり、今しておいた方が、のちのち必要になる利上げの幅を縮小できるという「予防的金融措置」の考え方。考えてみればあらゆる政策、措置は将来を睨んで行うものですから、「予防的」(preemptive)というものの程度の問題でしょうが、今回のイングランド銀行の措置はFRBのそれが大方の予想の中でのpreemptive actionだったのに対して、ある意味では果敢な措置だったといえる。こうした「予防的な金融政策」は世界の中央銀行にとっての「政策決定の主流」となりつつあるということです。

今週の主なスケジュールは以下の通りです。

9月13日(月)	BIS 月例中央銀行総裁会議 日銀総裁定例記者会見
9月14日(火)	8月企業倒産 米8月の小売売上高 米99年第2・4半期の国際収支
9月15日(水)	米8月の消費者物価指数 米7月の企業売り上げ、在庫
9月16日(木)	米8月の鉱工業生産、設備稼働率
9月17日(金)	日本の8月マネーサプライ 日本の7月鉱工業生産確報 米8月の住宅着工

《 have a nice week 》

9月も中旬だというのに、東京は暑い週末でした。特に日曜日は夕方になっても暑かった。先週は8日に幕張で開かれた World PC Expo 99 に行きましたが、このときも真夏のように暑かった。今年は残暑が長いように思うのは私だけでしょうか。早くひんやりした秋の空気があって欲しいものです。今朝の8時前の地震は結構大きかった。

ところで、先週から今週にかけては何冊か本を読みました。このニュースの6月21日号(1500号)に「沈まぬ太陽(山崎豊子著)」のアフリカ編上下から御巢鷹山編まで紹介したのですが、その後「会長室編上下」が出た。「沈まぬ太陽」は結構売れているようですね。最近ああいう企業本は少なかつただけに、私としてはどうかなと思っていた面があるのですが、久しぶりの山崎豊子本ということと、内容の生々しさと売れているのでしょうか。

毎日新聞のインタビューで山崎さんは「御巢鷹山編で止めるつもりだった」と述べていたそうですが、私も会長室編はエンディングが弱いと思う。しかしこの本はいつか映画になるのではないのでしょうか。友人の一人が、小説に出てくる人物と、実在人物との「対照表」というのを送ってくれて、政治家は分かりましたがあの会社の人物は不明だったので、恩地さんが実在しているとは知りませんでした。行天さんは複数の人物を合わせたものだとか。しかし、最近にない面白い小説だったことは確かです。

あと大前研一の「一人勝ちの経済学」(光文社)は、winner takes all という私も「スピードの経済」(日本経済新聞)で取り上げた問題を扱っているのですが、「人間は選択肢が増えると選択しなくなる」という指摘が面白かった。まあそういう兆しは見える。でなければ、メガヒットは説明できない。

まだ「上」を読んだだけですが、「毛沢東秘録」(サンケイ新聞)は連載した新聞記事を一冊の本にしているのだからちょっとまとまりに欠けるきらいがあるのですが、毛沢東の時代の中国を理解する上では非常に興味深い本になっていると思う。

それでは、皆様には良い一週間を。15日が休みで今週は一日短い。

《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》