

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1526号 2000年01月24日(月)

《 world-wide Goldilocks except Japan ? 》

今回のレポートのポイントは次の通りです。

1. G7 東京会議から出された声明は、「showing continued strength」(米加)、「Growth has strengthened」(英)、「growth is well under way」(EU)、「encouraging signs of recovery」(日本)という形で前回声明(昨年9月)より先進国経済全体の環境改善を指摘し、「グローバル・リカバリー」(世界同時景気回復)のシナリオを追認した(米などでの利上げの動き追認と今後の方向性示唆)
2. 課題の一つは先進国間の成長率のばらつきで、この点声明で「a sustained recovery remains to be established」(持続回復が確立していない)と表現された日本は、「円高懸念共有」文言の声明への挿入を求めたが故もあって二次補正予算、2000年度予算、デフレ懸念払拭までの日銀のゼロ金利継続から構造改革まで、成長回復に必要なことについて事細かく言及された(ゼロ金利政策の長期化、現行型財政刺激政策の継続の可能性増大)
3. 為替については議長国(議長は宮沢蔵相)である日本の要請もあって「日本の懸念を共有」が挿入的に再び入った。挿入に慎重だったアメリカや欧州の一部が最後に折れたのは、米貿易収支の増加などからドル安懸念が実際にあり(欧州は現状の為替を動かしたくない)、強い景気ゆえの今後の物価環境からも弱い通貨は歓迎できない(特にアメリカ)という事情もあったと思われるが、それよりも議長国・日本の顔を立て、日本への政策要請を明確化したかったという面が強いと思われる。従って、「共有」が声明に入ったからと言って市場の環境が大きく変わったわけではない。市場における基調としての円高地合は残り、円高対処への一義的責任(介入)が日本の通貨当局に委ねられることは当然として、市場介入も従来同様の「単独」が続くことになろう(円高圧力の継続)
4. 本来はマクロを担当する G7 の声明に、世界経済の成長を牽引する大きな力としての「new technology」が言葉として入れられ(二カ所で)、その重要性が G7 の場でも先進各国から明確に認知された。これは、NTTの接続問題などで日本の一層の市場開放を求めているアメリカの意向が強くなった面もあるが、今週のダボス会議から7月の九州・沖縄サミットにつながる一連の会議でITなど新技術が持つ大きなマクロ経済面への可能性に一段と関心が集まることを示している。声明は最後に、「ITとグローバ

イゼーションのさらなる進展が持つ機会と挑戦、及びそれらが我々の政策に与える影響」に触れたが、これにはWTOシアトル会議の余波が感じられる（IT技術がマクロ経済政策にもたらすプラス、マイナスの両方での影響力増大）

土曜日正午からの5時間余に及び会議のあと出てきた声明は、昨年9月の前回G7声明に比べて分量で三分の二くらいでした。G7の声明は昔のごく短いものから徐々に長くなって最近は大したものがあったのが、今回は長文化にやや歯止めがかかった印象。

(1)で述べたように、声明は冒頭で「主要な先進国経済と世界経済全体におけるインフレなき成長の見通しは改善されている」と述べるなど明るいトーンとなっており、それも声明の分量減少の一因。無論多くの課題に世界経済が直面していることは確かであるにしても、アメリカで顕著に見られた「the Goldilocks economy」（低インフレ下の成長経済）が徐々にその他の国に波及している印象が強い。アメリカは疑念と不安を持っていると思われるが、声明からは欧州景気の明るさ増大が伺える。

全体的には明るい世界経済の中でG7国として一番先行き懸念を残しており、その旨の表現が入れられたのは、(2)で指摘した通り日本である。日本政府は円高懸念の「共有」を声明に持ち込みたがった故に、他の諸国から政策要求の面で足元を見られた印象が強いが、それにしてもアメリカ、欧州などに比べて「先行き不安」が強いことは確かである。日本に関するG7の評価は以下のようになっている。

「日本経済は、持続的回復が確固たるものとはなっていないものの、勇気づけられる回復の兆しを見せている。このような状況の下、日本当局は、第二次補正予算を執行するとともに、内需主導の成長を確かなものとするよう、引き続き景気を刺激する2000年度予算を編成した。彼らは、ゼロ金利政策との関連でデフレ懸念の払拭を確かなものとするよう、十分な流動性を供給する意図を改めて表明した。金融システムを更に強化する措置及び構造改革は、引き続き重要である。」(大蔵省仮訳)

声明をこの日本語訳で見ると「.....ものの、勇気づけられる回復の兆し」と「回復の兆し」が後に来てポジティブにとれるが、原文の英語はあくまでも

「Japan's economy has shown some encouraging signs of recovery, although a sustained recovery remains to be established」

であって、文章の最後の方に来る「remains to be established」が強調されて、それが読む人の記憶に残る文章となっている。先進各国の日本経済の先行きに対する懸念が強く示される中では、日本のゼロ金利解除時期の先延ばし、現行型財政刺激政策の継続圧力の持続が予見される。

《 limits to the efficacy of fiscal policies 》

前回 G7 (昨年 9 月ワシントンで) 後のサマーズ財務長官の公式記者会見では「Japan」または「Japanese」という単語が 18 回も出てきて、討議の中心がもっぱら日本だったことを伺わせた。今回の G7 はそこまではいかないものの、依然として日本が世界経済の懸念材料とされたことは会議終了後の各国蔵相などの記者会見でも明らかである。

サマーズ米財務長官は

「I think that what's most important for Japan, and what's most important for the global economy, is that sustained domestic demand-led growth be achieved in Japan.

That is partially a matter of macroeconomic policies, which include fiscal policies, but there are limits to the efficacy of fiscal policies.」

(日本と世界経済にとって最も重要なのは、日本で内需主導の持続的成長が達成されること。これは財政政策を含むマクロ経済政策の問題だが、財政政策の有効性には限界が出てきている)

と述べて日本における内需主導の持続的成長の必要性を強調。一方で、「財政政策の有効性の限界」に言及している。同長官とすれば、金融政策(ゼロ金利政策の継続など)、一層の構造調整、それに通信分野での需要喚起による成長促進を起爆剤として考えていると思われる。これを見ると、アメリカが望ましいと考える日本の経済政策の序列では、従来型でのバラマキ的な財政政策はその巨額な赤字もあって順位が落ちてきていると思われる。

さらにサマーズ米財務長官は宮沢蔵相との会談で、「日本と欧州がもっと成長しなければ、世界経済はバランスしない」として、日本には「3%」といった高い成長を求めたという。声明には盛り込まれなかったが、アメリカは日本には1%程度の成長で満足して欲しくないという立場のようで、欧州に対しても「アメリカへの輸出」に依存しない成長を求めたと言われる。

日本サイドや日本のマスコミが一番注目した為替(3)に関しては、事前の予想よりもずんなりと「共有」という単語が入った。筆者は今回の G7 について言えば、もともとそれほど大きな議題にすべきでない円の問題を「声明に入れたい」と日本が騒いだが故に市場も過敏になったし、声明で多くの注文を各国から付けられたと思っているが、日本政府としては「共有」文言が入らなかった時の市場での円高圧力の高まりを心配してただけに(それが妥当かどうかは別にして)、ひとまず成功と考えているでしょう。

しかし今回の G7 声明を昨年 9 月の声明と比べると以下の通りであって、「共有」の度合いは一般に報じられているように「(前回と)同様」ではない。ニュアンスを厳密に見ると

めに共に英文で比較してみる。

(22日のG7声明) **Exchange Rates**

6. We discussed developments in our exchange and financial markets. We welcomed the reaffirmation by the Japanese monetary authorities of their intention to conduct policies appropriately in view of their concern, which we share, about the potential impact of yen appreciation for the Japanese economy and the world economy. We will continue to monitor developments in exchange markets and cooperate as appropriate.
(日本の大蔵省サイト = <http://www.mof.go.jp/english/if/if008.htm> から)

(昨年9月のG7声明) **The international monetary system and exchange rates**

6. We discussed developments in our exchange and financial markets. We shared Japan's concern about the potential impact of the yen's appreciation for the Japanese economy and the world economy. We welcomed indications by the Japanese authorities that policies would be conducted appropriately in view of this potential impact. We will continue to monitor developments in exchange markets and cooperate as appropriate.
(米財務省サイト = <http://www.ustreas.gov/press/releases/ps120.htm> から)

確かにどちらにも「share」という単語が使われ、「円高が日本経済と世界経済及ぼす潜在的な影響に関する日本の懸念」を他のG7諸国が「共有」しているとしている。しかし良く見ると、言ってみれば今回の「share」は文章の形から見ても、挿入的「共有」。話し言葉でこの部分を強く読めば別だが、文章では全体的に弱いと思われる。「共有」の行く手には「協調介入」があると考えるのが普通でG7の声明も、それにこだわった日本もその「市場の連想」に期待している。実際には、その可能性が極めて少なくてもである。

声明に関する昨年9月のG7後の記者会見では「(前回声明は) 協調介入の可能性を排除したものではない」としていたイタリアのアマト蔵相が、今回は会議後の記者会見で次のように述べている。

「 We didn't discuss any concerted intervention or anything of the sort. There was no exciting discussion on exchange rates because, rightly and correctly, our attention was on real economies, on macroeconomic policies, and on the substance, as reflected by exchange rates. 」

(協調介入といったようなものは全く討議しなかった。為替に関しては興味こそられるような議論もなかった。なぜなら、我々の関心は実体経済、マクロ

経済政策にあったからだ)

為替相場に対する関心が、G7ではそもそも極めて希薄だったということである。こうしたことから筆者は、今回の「share」の方が、前回に比べてなお濃度は低いと見る。

今回の声明よりもG7各国の「懸念共有」意志が強く出た前回G7会議後も、4年の長きに渡ってG7による協調為替介入に参加していない欧州に加えて、アメリカは全く介入をしていない(アメリカが最後に協調介入したのは98年6月)。今回のG7後でも、こうした環境は続くと思われる。

日本は昨年のG7後も今年に入っても介入を実施しているが、いずれも単独介入であり、今回の声明での「懸念共有」という文言の挿入にも関わらず、よほど円相場の上昇が例外的なものにならなければ今後も円高阻止の介入は日本の通貨当局による「単独」になるでしょう。

一方で筆者は、文言上G7の一応のバックアップがあっただけに、当面の日本通貨当局の介入姿勢は戦術的に極めて強いものになる(単独でも)と考える。従って今年の前半は102円から108円程度のレンジ相場で、円が100円を突破して二桁になるのは今年後半だと見ている。

《 the opportunities and challenges 》

声明は最後の項目で以下のように述べている。

12. We discussed issues to be taken up at the Fukuoka Finance Ministers' Meeting which will be held in July as a part of the Kyushu-Okinawa Summit. These issues may include, in addition to a follow-up on progress in the reform of the international financial architecture and the HIPC initiative, the opportunities and challenges posed by further advancement of information technology and globalization and their implications for our public policies. We will start preparatory work for the Fukuoka Meeting.

(大蔵省仮訳 = 我々は、九州・沖縄サミットの一部として7月に開催される福岡蔵相会合で採り上げられる議題について議論した。これらの議題としては、国際金融システム改革及びHIPCイニシアティブの進展状況についてのフォローアップに加えて、情報技術とグローバル化の更なる進展に伴う機会と挑戦、及びそれらが我々の政策に与える影響などが考えられる。我々は、福岡会合のための準備作業を開始する)

九州・沖縄サミットの接近を強く意識した声明のエンディングとなっており、また日本で開かれる次のサミットの議題をにおわすものとなっている。仮に夏までに日本の景気回復がより強いものになれば、世界の関心は「成長の持続」に向かい、その点でアメリカの株式市

場の行方や社会の急激な変化に伴って生じてきている digital divide (デジタル経済の台頭への適応・不適応で出来る国家間、企業間、個人間の格差とその継続) の問題などが前面に出てくることになる。

今週の主なスケジュール

1月24日(月)	郵政省がATM経由の簡易保険カードによる現金貸付サービス開始
1月25日(火)	<u>グリーンспан議会証言</u> 米11月中古住宅販売 米11月コンファレンスボード、消費者信頼感指数
1月26日(水)	<u>グリーンспан再任公聴会</u> 12月商業販売統計
1月27日(木)	道路料金自動授受システム国内初の試験運用開始(千葉) 米クリントン大統領一般教書演説 米12月耐久財受注
1月28日(金)	12月鉱工業生産速報値 12月勤労者世帯家計調査 12月東京都区部消費者物価 11月(同)全国 来年度予算案国会提出 小渕首相施政方針演説 米第4QGDP速報値 米11月ミシガン大学消費者態度指数確定値

先週発表された米経済統計では、11月の貿易赤字が265億ドルの史上最高に達したとのニュースが目をつけた。このペースでは、昨年一年間のアメリカの対外収支赤字は2600億ドルと、これまでの史上最高だった98年の1600億ドル強を大幅に上回る見通し。日曜日のテレビ番組に出演した宮沢蔵相が、「グリーンспанが面白いことを言っていた」として、「(バブル的な)株値上昇で生まれた富が、輸入を増やしている。これがアメリカの対外赤字増大の原因」と説明していたと語っていた。この解説によれば、株が堅調な限りアメリカの赤字は増えるということになる。日欧の景気が回復しても効果は小さいということ。

米11月の貿易収支赤字はG7の直前の発表であっただけに、G7の場でアメリカに対する二番目(一番は株値)の懸念として持ち出されたことは十分予想できる。それに対するアメリカ側の答えは、サマーズ的なものもあったし(日欧の景気不振)、グリーンспан的な考え方もあったということだ。

では株についてアメリカはどう答えたか。あまり出てきていない。株について声明では直接言及せず、アメリカに対して「慎重な金融政策 (prudent monetary policy)」の必要性を指摘している。これはアメリカの金融政策が「引き締め気味」に推移し、この結果短期金利も長期金利も底流の低インフレ環境にも関わらず上昇することを示している。この金利の上昇傾向傾向は「グローバル・リカバリー」のシナリオに乗って、世界の他の諸国に波及するでしょう。もっとも、日本は声明でのしほりもあってゼロ金利解除は遅れると考えるのが自然です。(日銀内では検討が無論始まっているにもかかわらず)

その意味で、グリーンズパンの今週の2回におよぶ議会登場は、「株」に関して同議長が改めてどう考えているかを知る絶好の機会になるでしょう。もっとも彼の株に対する考え方はこのニュースの1500号でも指摘したように既にかなり明確。「バブルは破裂してみなければ分からない」というもの。グリーンズパンは、「経済の健全さ」の継続そのものが破裂したときの米経済への最高の治療法と指摘する。

グリーンズパンには仮にニューヨークの株が20%の「調整レベル」を越えて下げに転じたときには三つの武器があると思われる。

- 1 . インフレの再燃の危険性に最大限注意を払い、持続的成長を続けている米経済の健全さそのもの
- 2 . 98年の危機 (ロシア LTCM) 以前の水準にまで引き上げてきていて、十分な下げ余地がある金利
- 3 . 連邦、地方財政の両方で「黒字」になった財政

FRB が使えるのは最初の二つだが、グリーンズパンがこうした「バブル破裂後に使える政策ツール」について具体的に述べるかどうか注目。むろんこうしたツールを開示すればするほど株式市場が安心して上昇してしまうというジレンマはありますが。

27日から数日間開かれるので予定には入れませんでした。来週は毎年この時期に恒例のダボス会議が開かれる。スイスのリゾート地で開かれる「世界経済フォーラム」 (<http://www.weforum.org/>) は、その年の経済の行方が幅広く討議される。今年のテーマは、「New Beginnings: Making a Difference」。

「New realities are radically changing...almost every domain of human activity. The compounding forces of globalization, the technology and biology revolutions, and the emergence of the e-economy confront us with a challenge of unprecedented magnitude in modern history. 」

という発想。29日にクリントンの演説が予定されているが、WTOのシアトル会議を混

乱に陥れたグループはここでも集結を宣言している。特に29日に。このグループは、7月の九州・沖縄サミットでも大量動員を予定しているとみられ、日本での次回サミットは台風に加えて「グローバリゼーション反対運動」にも遭遇するでしょう。

《 have a nice week 》

ちょっと寒くなりました。まだ日本ではインフルエンザは猛威をふるっていない。以前にも書きましたが、そうこうしているうちに来週は2月で徐々に花粉の季節となる。今年は昨年の数倍という花粉が舞うそうです。まあ出来ることは、「体調は万全で」ということでしょう。体調さえ万全なら、余計な悪化は避けることが出来る。

今日から松山に来ています。明日まで。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》