

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1578号 2001年02月19日(月)

《 optimistic tone for the world and American economy 》

マフィアの本拠地イタリア・シシリー島のパレルモで開かれた「通貨マフィア」の会合・G7（先進7カ国財務大臣・中央銀行総裁会議）は、世界経済とアメリカ経済の先行きにはどちらかと言えば楽観論を振りまきつつ、日本に関しては「デフレのリスクとそれに対する金融措置」に強い関心を払って終了しました。今回のG7声明は日本を取り巻く環境が、デフレ・スパイラルの危機が強くもたれて日銀がゼロ金利政策を実行していた2000年1月の時点に逆戻りしたとの認識を示しており、今後の日本の金融政策論争にも強い影響を与えよう。

まず世界経済やアメリカなど各国経済に対するG7の見方を簡単に見ておくと、日本以外については少なくとも「楽観論」が前面に出ている。一段と公式化してきたG7としてあまり悲観論を前面に出すことは出来なかったという事情もあったし、実際のところ財政・金融で矢継ぎ早に措置を打ち出している初参加であるブッシュ政権のオニール財務長官、それにグリーンズパンFRB議長から「アメリカは大丈夫」と言われたら、反論する材料もない。アメリカが大丈夫なら世界経済の先行きにも楽観的になれる、と考えたのでしょう。

世界経済に関してG7声明は次のように述べている

「Although global growth this year is likely to be somewhat slower than we expected when we last met, the basic factors that have supported sustained growth in many of the major industrial economies remain in place. We agreed on the need for both macroeconomic and structural policies in all our countries to support growth. In this context, lower energy prices and stable oil markets are important. (今年の世界経済の成長は、前回会合した時の予想よりやや減速するだろうが、多くの主要先進国で持続的な成長を支えてきた基本的環境は維持されている。我々は、各国における成長を支えるマクロ経済政策及び構造政策の必要について合意した。この観点から、エネルギー価格の低下及び石油市場の安定が重要である。)

「(世界経済の)持続的な成長を支えてきた基本的環境は維持されている」という楽観論が見て取れる。アメリカ以外のイギリス・カナダに対する記述、ユーロ圏経済に対する記述

述でも、楽観論が続く。

アメリカ経済に関しての声明の文章は以下の通りである。

「In the United States, economic growth has slowed, though economic fundamentals remain strong. Monetary and fiscal policies should aim at supporting sustained growth, while preserving budgetary restraint and price stability and increasing national saving over the medium term. (米国では、経済成長は減速したが、ファンダメンタルズはなお強い。予算節度と物価の安定を維持し、中期的に国民貯蓄の増加を図りながら、金融・財政政策は持続的成長を支えることを目指すべきである。)

「ファンダメンタルズはなお強い」というのが認識である。実際には参加した各国財務大臣・中銀総裁の米国経済に対する懸念は奥深いところでは強かったに違いない。90年代の米経済を駆動してきたIT産業は苦境にあり、その調整がどの程度かかるのかは不明。また、長期拡大してきた経済は調整にも手間取るのが自然だと考えることもでき、回復の形を巡る「LUV論争」の「V字形」を本当に描けるのか不安だった筈だ。

しかし、「今アメリカにLやUをやっていてもらっては困る。それに確かに金利の引き下げ、減税の形での刺激策も矢継ぎ早に打たれている」という期待が「楽観論」につながったと見ます。そういう意味では、今回のG7声明は実体上に楽観論に傾斜し、シシリア的、地中海的明るさを吸い込んだものになっている。この点は留意しておいた方が良い。

《 Japan wasted one year 》

G7が楽観論を全く表明できなかったのは、日本です。

In Japan, while a modest recovery is expected, prices continue to decline and downside risks remain. In this context, monetary policy should continue to ensure that liquidity is provided in ample terms. Efforts to strengthen the financial sector should be enhanced. (日本では、景気の緩やかな回復が期待されるが、物価の下落が続いていて、一段の下方リスクは残っている。この観点から、金融政策は潤沢な流動性供給を引き続き確保すべきである。金融セクターを更に強化する努力が拡充されるべきである。)

「modest」を一応「穏やかな」と訳した。しかし、この「modest」という単語はむしろ「humble」に近い、ニュアンス的には「そもそも物足りない」という意味を含んでいる。日本語の「穏やか」というまるやかな単語のイメージではなく、「そもそも足りない」という「遠慮がちな回復」を指す。G7は「modest」という単語を使うことによって、予想される日本の回復そのものに不満を表明している。

しかし、声明のポイントは日本における「物価の下落持続と、さらなる下方リスク」に触れたことである。はっきり言ってしまえば、デフレリスクである。実は、今回の G7 声明における日本部分の表現と非常に似た表現が使われた G7 声明がある。それは去年、2000年の1月22日に東京で初めて開かれた G7 の声明だ。

Japan's economy has shown some encouraging signs of recovery, although a sustained recovery remains to be established. In these circumstances, the Japanese authorities are implementing the second supplementary budget and announced FY2000 budget proposal maintaining stimulus to ensure domestic-demand-led growth. They reiterated their intention, in the context of their zero interest rate policy, to provide ample liquidity to ensure that deflationary concerns are dispelled. Measures to further strengthen the financial system and structural reforms will continue to be important. (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。)

「provide」「ample」「liquidity」「strengthen」「financial」と同じ単語が続く。さらに言えば、「efforts」と「measures」は同じ意味である。同じ単語がこれだけ数多く使われると言うことは、つまり G7 は「日本の金融・物価環境的には一年前に戻った」と認識しているのである。日本の状況が1年前と同じだからこそ、同じような単語が使われる。

実は、2000年1月のG7と今回のG7の間には、G7声明に相当する声明が二度出ている。その内容は以下の通り。

(前回、2000年9月23日のプラハG7声明)

「-In Japan there are signs of recovery. Still, macroeconomic policies should remain supportive to ensure a self-sustaining, domestic, demand-led recovery. Structural reforms in the financial and corporate sector need to be continued to ensure a durable recovery and an increase in productive potential .」

(2000年7月のサミットでの認識)

「- In Japan, where the economy continues to show positive signs of recovery, although uncertainty still lingers, macroeconomic policies should continue to

be supportive to ensure domestic demand-led growth. Structural reform should be continued to promote an increase in productive potential.」

過去2度のG7クラスの声明は、少なくとも「日本の回復」の事実を認めたり、その兆候を好ましいものとして歓迎していた。しかし、今回の声明では、その回復の期待も「modest」と極めて控えめなものとした上に、明らかに日本に1年前と全く同じ「デフレのリスク」を指摘した。

日本の一年前とはどうだっただろうか。総理大臣は小渕恵三で、日銀の金融政策は人類史上例がないと言われたゼロ金利政策である。小渕さんは、「世界の借金王」と自ら言い、「7月のサミット主催国として、なんとか経済に形をつけなくては」とそれこそ形相を変えて財政政策を発動していたころである。

そして1年。日本に対するG7声明には、まったく同じような文言が入った。つまり、当時のゼロ金利政策、財政拡大政策は日本経済の改善に何ら貢献をしなかったと宣告されたに等しい。また相も変わらず、「金融セクター」や「金融システム」に対する強化の必要性がうたわれている。2000年1月の東京G7時点の日経225は1万9000円前後。今は、13000円台である。日経平均の構成銘柄入れ替えで「2000円はずれた」としても、株も4000円近く安い。

これで日本に憂色が強まらなかったら嘘だが、政治は相も変わらず「機能不全」を続けている。今回のG7声明が昨年1月の東京G7時点のように財政政策の発動に触れることが出来なかったのは、これ以上国債発行を続けて財政出動を行っても日本の財政事情を一段と悪化させ、債券市場の暴落などを招きかねないという懸念がG7出席者の間でも共通認識になったことを意味する。だから、金融政策だけに言及が行っている。

残念ながら、小渕首相の「財政拡大政策」は失敗した。これを推奨したエコノミストらは総懺悔すべきだろう。少なくとも悪くなるのは防いだという議論も既に怪しい。実証は不可能だが、日本のGDPの何分の一かに及ぶお金を使いながらまだGDPの伸び率が水面をうろうろしているというのは、よほど効果のない分野に注意深くお金を使ったか、そうでなければそもそもその方法が間違っていたのである。その検証をせずに「財政支出、財政支出」と叫ぶのは、日本を着実に破局に導く議論をしているようなものである。少なくとも、「財政支出」を言うなら、その前提として「使い道」の議論をしなくてはならない。日本では、ミクロ的な議論を出来るエコノミストが少ないせいもあって、ここの議論が極めて少ない。

そういう意味で、今回のG7が「財政の使い道」の議論を通り越したのは物足りない印象が強い。財政では何も言えなくなったという判断から、もっぱら金融政策と銀行セクターの不良債権問題にしか触れていないからである。しかし、どう考えても日本の場合には的を絞った財政政策と金融政策の政策ミックス、それに構造改革努力のパッケージしか「持続的な景気回復」のシナリオは描けない。

べき論は別にして、G7声明で日本の金融情勢に関する強い懸念が示された以上、「デフレにもなりかねない物価状況とどう対峙するか」は今後の日本にとって非常に重要な問題となるであろう。日本はいままで「アメリカがこういうから」とか「G7の公約だから」ということを錦の御旗に政策を策定してきた。しかし、既にこのニュースでも繰り返し取り上げてきたようにアメリカは日本叩きを止めた。日本自身が政策を選ばねばならないということである。

《 a strong dollar is the result of a strong economy 》

今回のG7に関連して最も市場が色めき立ったのは、ドルを巡るオニール米財務長官の発言をきっかけに、「アメリカの対ドル政策は変わったのではないか」との観測が流れたときである。同長官はドイツのフランクフルター・アルゲマイネ・ツァイツングとのインタビューでこう述べたと伝えられる。

「We are not pursuing, as often said, a policy of a strong dollar. In my opinion a strong dollar is the result of a strong economy.」（しばしば言われているように、我々は強いドルの政策を追い求めているのではない。私の意見では、強いドルは強い経済の結果である）

オニール財務長官も後にこの発言に関して「失敗だった」と素直に認めているが、こう伝われば市場は確実にドルを売る。なぜなら、これはルービン、サマーズと二代の財務長官の時代から続き、今でもアメリカの為替政策の基本になっている「強いドル政策」の変更聞こえるからである。金曜日の市場では、この報道が伝わるとドルが対円、対ユーロの両方で一時大きく値を下げた。

13年間アルコアの会長で、市場からはもともと「彼は産業界の出身。景気低迷の今の様な時には80年代後半のジェームズ・ベーカー、90年代前半のロイド・ベンツェンのように弱いドルを欲するのではないか」と見られていただけに、この発言は「やはりそうか」と市場から取られた。

オニールの否定も素早かった。彼はこう言った。

「I believe in a strong dollar. I'm not ever going to change that, unless you hear a brass band blaring behind me in Yankee Stadium.」（私は強いドルを信じる。ヤンキースタジアムでブラスバンドを引き連れて私が発表でもしない限り、この立場は変えない）

と。これにはちょっと説明が必要で、「ドル政策の変更をするときは、大々的にやる。ヤンキースタジアムを借り切って、うしろに一番うるさいブラスバンドを雇って発表する」

と言ったのである。その間は「アメリカの為替政策に変更はない」と。

財務省も直ちに「The secretary supports a strong dollar. There is no change in policy」(財務長官は強いドルを支持する。政策は変わっていない)と声明を出した。この声明で一時114円台に上昇した円相場は、19日の早朝の段階では再び116円台に戻ってきている。円相場の下落には、G7声明で日本に対してだけ「悲観論」が出たことに対する反応もあろう。

しかし、今回のドルを発言を巡る騒動は、彼が「私も学んだ」(オニール財務長官)と忘れてしまう以上の意味合いがあることも確かなのである。そもそもブッシュ新政権の閣僚はオニール財務長官を筆頭にあらゆる意味で「市場介入に対する嫌悪感」が極めて強い。従って、「強いドルを支持する」と言い直してみても、ではドルが下落したときに彼らが何をするかと言えば市場介入の可能性は極めて薄い。これ、つまり不介入の姿勢はドルが上昇したときにも言える。

アメリカにとって悩ましいのは、実は「強いドル」という看板をはずせなくなっていることだ。あまりにもこの政策が強くなったがゆえに、この看板を外したとたんにドルが急落する危険性がある。ドルが急落すれば、アメリカから資本が逃げて、アメリカの株式・資本市場は大混乱する。2月09日のインターナショナル・ヘラルド・トリビューンには以下のような記事が載っていた。今後のブッシュ政権の「市場政策」を占う上で、非常に参考になる。

「Bush Charts a New U.S. Course on
Global Financial Crises
Brian Knowlton International Herald Tribune
Friday, February 9, 2001

WASHINGTON The administration of President
George W. Bush appears to be moving away sharply
from Bill Clinton's strategy of strong U.S. intervention
in times of international financial crisis. In recent
weeks, signs of such a shift have accumulated in the
pronouncements of the new Treasury secretary and
in the policy views of top Treasury appointees under
consideration.

A top candidate for a key Treasury Department
position, for example, called two years ago for the
abolition of the International Monetary Fund. Such

views are now adding to fears among some analysts and economists that the new U.S. administration might move too slowly and do too little in the event of future financial crises abroad. rhetorical exaggerations made by people whose actions, once in office and facing actual crises, would be more moderate.」

つまり、オニール財務長官を初めとするブッシュ政権の面々の「非介入主義」は一種の哲学のようなものである。アメリカの保守派の代表的な考え方と言って良い。しかし、「産業」の世界の非介入主義をどの程度国際金融の世界に適用できるかは不明である。サイバーの世界が広がり、資本の動きは激しくなっている。その時に、世界でもっとも強力な政府であるアメリカが「off hand」を明確にしているときに、市場が「見えざる手」を信じられるかどうか、安定を保てるかどうかは今後の問題である。共和党が前回政権をとっていたのは、サイバーの世界が広がる前の90年代の前半である。

《 Who will be a Japanese prime minister ? 》

いずれにせよ、この週末の一連の動きを受けてドルはレンジ取引に戻る可能性が高い。注目は政局である。19日朝の朝日新聞に森首相の支持率9%という数字が載っている。今までも二桁はあった支持率が直近の調査で一桁になったことによって、「森退陣」は既定路線になったと考えられる。時期も3月中と考えられる。

問題は次が誰になるかだ。政界筋によると、「小泉純一郎」「野中広務」などの名前が挙がっているという。しかし、今名前が挙がっている人では必ずしも収まりは良くない。市場は当面は「政局にらみ」となるだろう。ただし森退陣が既定路線になった段階で「株価低迷」「KSD」「機密費」「危機管理」「会員権(ゴルフ)」の5kに加えて私が一番大きな「k」だと考えている政治の「機能不全」が少しは動き出す

今週の主な予定は以下の通りです。

2月19日(月)	12月景気動向指数改定値 米国市場休場(ワシントン生誕記念日)
2月20日(火)	12月単身世帯消費動向調査
2月21日(水)	12月産業活動指数 1月貿易収支 米1月消費者物価 米12月貿易収支 米1月財政収支

2月22日(木) 田谷日銀政策審議委員講演会見
2月23日(金) パウエル国務長官、中東歴訪
ブレア首相、訪米

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。何か暖かかった印象がある。日曜日は所用があって東北自動車道を走ったのですが、ぼかぼか陽気という雰囲気。帰りに近くを通ったら寄ることになっている練馬のうまい蕎麦の店・田中屋に寄りましたが、この店が銀座店に続いて今月の5日から赤坂に店を出したのを知りました。田町通り沿い。店も支店を数多く作り出すと味が落ちると言いますが、この店はどうでしょうか。

週末に驚いたと言えば、G7です。「サミット化」。本来G7は、その実務的な性格からして、また世界で数多くある先進国の中でも一部の国・グループしか参加しないという性格から、その存在さえあまり明らかにせず声明も出さないのが本来の姿だった。しかし今回初めて、事前にインターネット上にパレルモG7のサイト(<http://www.g7-2001.org/en/frames.htm>)が用意され、それを見ると会議が終わったあとには時間を決めてコンサートまで用意されている。

ということは、G7は財務の責任者、中央銀行の総裁による「自由な討議の場」という性格が、「声明を事前に用意し、それにゴーサインを出す公式の場」(サミット化)に変質したということです。喧々囂々の議論が予想され、声明作りもどうなるか判らないなら、「午後8時：コンサート」などと設定はできないはず。夫人を連れていった人もいます。

面白いので、以下に今回G7のスケジュール表をサイトから収録しておきます。まあ次回からもこういう方式のG7をやるのなら、こちらは「声明」を探す手間は省けますが、秘密性・実務性は著しく低下する会議となるでしょう。

12:00 noon : Arrival of delegations
12:15 am : Working lunch in the “ Sala dei Vicer ”
at the end : Family photograph of the Heads of Delegations
Working session in the “ Sala Gialla ”
6:00 pm : Press Conference by the Presidency (Sala Duca di Montalto)
6:15 pm : National Press Conferences (various Rooms in Palazzo dei Normanni)
7:30 pm : Departure for Teatro Massimo
8:00 pm : Concert
9:15 pm : Dinner at Teatro Massimo

Ministers, Governors, Deputies and spouses in “ Sala degli
Stemmi ” Delegates in “ Sala Rotonda ”

10:30 pm : End of programme

《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》