

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1588号 2001年05月01日(火)

今週は、G7やIMFの一連の国際会議に関するコメントをお送りします。まずG7に関して端的に言うならば、今回のワシントン会合は出席者の一人が、「No blood. No opera. No drama」と表現したように、特色に欠けるG7でした。ヨーロッパの金利政策に関する不満はアメリカを中心にあっただけでしょうが、予想通り声明の中にも盛り込まれなかったし、G7の場で時間をかけてそれほど討議された様子でもない。

小泉政権が誕生してそれへの評価が入るかも注目していたのですが、少なくとも1週間前には出来ていた声明を変えるほど新政権の「仕事ぶり」が見えたわけではない。従って、日本に対する注文は「遅滞なき実行を」という予想されたものにとどまった。声明も各国代表の発言もそうでした。「説明はもう結構」とばかりに。

また為替相場に対する各国の思惑はあったものの、表現するにはあまりにも微妙で、前回のパレルモのG7と全く同じ表現で逃げたという印象。世界経済に対する懸念は強いものの、G7はあえてそこには踏み込まずに日本以外の地域に関しては「経済は基礎的環境から見れば健全」として、各国が必要な措置をとれば成長軌道を回復できると楽観論を振りまいた、と言える。(ただし後述しますが、IMFの見方はちょっと違う)

G7声明の頭の部分から為替に関する部分までの文章は以下の通りです。

1. We met today to discuss recent developments in the world economy, strengthening the international financial system, the reform of the multilateral development banks and measures to meet the challenges of international development. We also met with the Finance Minister and the Deputy Central Bank Governor of Russia and with representatives of the European Commission to discuss recent developments in the Russian economy.

Developments in the G-7 Economies

2. Although global growth has slowed over the past year, the foundations for economic expansion are sound. In fact, the prospects for improving the world standard of living are compelling. We are all dedicated to the proposition that it is in the interest of the world economy for each of our economies to grow closer to their potential. We agreed that we should be vigilant and forward-looking in

maintaining and implementing policies that promote strong productivity growth, including sound macroeconomic policy, structural reform and international economic cooperation. We will work together to achieve the goal of free trade. We recognize that lower energy prices and stable oil markets are important.

- In the United States, growth has slowed sharply. However, long-term economic fundamentals - productivity gains and factor market flexibility - remain strong . Monetary policy should continue to be aimed at contributing to sustained growth and maintaining price stability. Fiscal policy should also be targeted at bolstering long-term fundamentals.
- Growth in Canada has also slowed; in the United Kingdom the slowdown appears to be only moderate. In both countries, unemployment and inflation remain low. Policies should continue to support the foundations for sustained growth and employment over the medium term, while meeting inflation targets.
- In the euro area, growth prospects have moderated, though remaining favorable . Policies should continue to emphasize strengthening potential growth and lowering unemployment through further structural reforms that increase the efficient operation of labor and product markets. Fiscal policy should aim to improve economic efficiency, notably through tax reform, while preserving the pace of the consolidation of public finances.
- In Japan, economic activity has weakened, and prices continue to decline. Against this background, monetary policy should continue to provide ample liquidity until consumer price inflation stays at or above zero . Vigorous implementation of financial and corporate sector reforms is needed in order to support medium-term recovery .

#### Exchange Rates

3. We discussed developments in our exchange and financial markets. We reiterated our view that exchange rates among major currencies should reflect economic fundamentals. We will continue to monitor developments closely and to cooperate in exchange markets as appropriate. (下線は筆者)

私が注目した文言のところには下線を引きましたが、欧米の経済に関する描写は「sound」「strong」「favorable」( )などの単語が使われており、概ね良好との見方である。しかし、この手の単語が全く使われていないのが日本経済に関する認識で、

「日本では経済活動は弱くなってきており、物価も引き続き低下している。こうした背景のもと、金融政策は消費者物価で見た物価上昇率がゼロで安定するかそれ以上になるまで十分な流動性を供給し続けるべきであり、日本経済の中期的な回復を支援するためには、金融・企業部門改革の力強い実行が必要である」

となっている。この声明文の対日部分は前回2月のパレルモG7におけるそれに比べるとかなり悪化している。パレルモ声明は以下の通りで、基本的には日本経済は回復過程にあるとの認識だったが、今回はこの認識が全くない。

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.

G7が前回日本に求めたのは金融部門の強化努力だったが、今回はこれに企業部門の改革強化も盛り込まれた。金融部門の不良債権処理だけでは不足で、企業部門の過剰債務、過剰設備などの「過剰」の処理も、日本経済が立ち直るためには必要だとの認識である。G7の参加者の中には「改革」を旗印に掲げる小泉政権の誕生を歓迎する空気が強かったし、その代弁者としてG7に参加した塩川正十郎財務相への評価も比較的高かったようだ。これは、日米蔵相会談、G7の場で塩川財務省が積極的に発言したことが評価されたという側面がある。

オニール米財務長官は高齢の塩川財務省を、「vigorous and forceful communicator who appeared dedicated to reforms」と褒め称えた。辞任報道が出た速水さんがどちらかと言えば静かだったのとは対照的だった。ウォール・ストリート・ジャーナルは塩川財務相に関して

「The G7 gave good reviews to Japan's new finance minister Masajuro Shiokawa, who has only been in the job for a few days. The Japanese official made a good contribution to the discussions and indicated that he's keen to push through urgent reforms, notably in Japan's shaky financial sector.」

と伝えている。まずは上々の滑り出しだったということである。しかし、それと対日認識の厳しさとは別問題というのが今回の会議の雰囲気だった。小泉政権の誕生など好ましい変化はあるものの、出来てから数日でどのくらいの仕事出来るのか、各国の財

務相・中銀総裁の中では疑心暗鬼が続いている、ということだ。日本経済の課題は大きいし、小泉新政権にそれが出来るか見守っていると言うことだと思う。

G7 や国際会議のたびに「日本はまた重い課題を突きつけられた」と日本のマスコミが書くのはまるで「押しつけられたからやらねばならない」的表現で的外している。今回もそのトーンで記事を書いている新聞があるが、言われなくてもやらねばならないことはたくさんあるのは日本人にもはっきりしているが、いよいよ日本はその実行力を試される時だと言える。

G7 声明の為替に関する部分は、「too touchy to write something new」というのが当たっているのではないかと。従って、為替に関する声明の文言はパレルモ声明と一字一句同じだった。今回の声明の為替に関する部分が、毎回使われている文言になるであろうことは、先週のこのニュースで予想した通り。

声明の文章は全く変わらなかったが、実際には為替に関わる新たな思惑は当局者の間でも、市場でも飛び交っていた。円高論者の速水総裁には辞任説が出たし、アメリカには円安許容論（日本が真剣な改革努力をする場合）がある一方で、円安を警戒する声もある。日本には円安期待論がある一方で、アメリカやアジアの反発を恐れる声もある。新しい文章を為替に関して使おうと思えば、錯綜している思惑のどれかに味方することになる。だから文章を変えられなかった、と筆者は見ます。

では相場に対する影響はどうか。筆者は、声明にも盛り込めなかったような変化はあったが、それらの変化は相場の大枠を変えるほどには大きいとは思えない。ウォール街は資本の流入を欲し、日本は輸出が落ちないレベルでの円安を欲し、アメリカの産業界とアジア諸国は円があまり安くないことを希望する、という図式。ただし日本の本心にマイナス成長を覚悟しての本格的な改革努力をすれば、ワシントンでリンゼーなどを中心に「ある程度の円安許容」の意見が出てきてもおかしくない。しかしそれも、130円を上限とするものだろう。

従って筆者は、ワシントンでドル・円を巡る為替相場のピクチャーが大きく変わることはないと考える。円は引き続き120円台の半ばを中心に動くだろうと予想する。

### 《 IMFC's comments 》

日本では5月1日の新聞に載っていますが、この週末にはブラウン英蔵相のもとで開かれた「国際通貨金融委員会」(IMFC)がもう一つの世界経済認識を示している。(この声明文が載っているサイト = <http://www.imf.org/external/np/cm/2001/010429b.htm>)

The World Economy

2. (省略)

3. The Committee agrees that short-term prospects for global growth have weakened significantly since its September 2000 meeting in Prague. The Committee considers it likely that the slowdown in global growth will be short-lived, though it notes that the downside risks have increased. Underlying inflationary pressures generally remain subdued.

4. Against this background, the Committee stresses the need for policymakers in the advanced economies to remain vigilant and forward looking:

In the United States--which has provided important support for the growth of the world economy in recent years--there has been a marked deceleration of activity. The significant easing of monetary policy in recent months is timely and welcome, and monetary policy should remain directed at restoring growth potential while maintaining price stability. The Committee considers that timely fiscal policy measures would also provide support to economic growth.

In view of the persistence of slow growth in Japan, the Committee welcomes the recent introduction of a new monetary policy framework, and underscores the importance of the authorities' commitment to an expansionary policy stance until the risk of deflation is eliminated. Given the high level of public debt, the gradual fiscal consolidation currently under way remains appropriate. Prospects for a return to sustained growth depend most critically on determined action to address structural weaknesses, especially in the financial and corporate sectors.

In this context, growth in the euro area remains relatively well sustained, although a slowing in activity is under way. The Committee agrees that policies should continue to support confidence and strengthen growth potential. Fiscal policy needs to continue to be geared toward fiscal consolidation in the medium term. Tax reforms should contribute to enhanced economic efficiency. The Committee underscores the importance of a further deepening and acceleration of structural reforms, especially in labor and product markets and in strengthening pension systems, for boosting longer-term growth potential.

IMFCの見方はほぼIMFの見方ととられて良いが、  
で明らかなように世界経済に対する認識、今後の見通しにおいてG7声明と随分違う。こちらの方が世界経済への認識としては筆者は正しいと思う。楽観してあとで臍をかむよりも、最初心配して必要な措置を執った方が良い。

IMFC の日本に関する認識で G7 のそれと違っているのは、「財政」に関して意見を述べている点である。G7 声明には金融政策の役割に関しては記述があっても、財政に関してはない。しかし IMFC の声明は日本に関して財政に触れ、「. Given the high level of public debt, the gradual fiscal consolidation currently under way remains appropriate」と述べている。「公的債務の高水準に鑑みれば、現在進行中の徐々なる財政再建が依然として妥当である」と述べている。

IMF の日本の財政に関する立場は、何回も変わっている。90年代の後半は橋本政権に財政再建を迫った時期があったが、最近では財政出動を主張。そして今回改めて「徐々なる財政再建」を要求したということだ。

そしてそのあとには「Prospects for a return to sustained growth depend most critically on determined action to address structural weaknesses, especially in the financial and corporate sectors」( 持続的回復への見通しは、日本が金融部門、企業部門を中心に構造的弱点への取り組みで決意あふれる行動をとれるかどうかにもっぱらかかっている )としている。日本経済の持続的回復の有無は財政を出せるかどうかではなく、「構造改革」次第だと述べていることになる。その意味では、IMF の認識と小泉新政権の認識は一致したということになる。日本銀行の金融政策に対する支持も表明。

選挙戦の最中には、「構造改革」に関して具体的なことを語らなかった首相だが、G7、IMF が言っている金融、企業セクターの「構造的弱点」をいかに整理していくかが大きなポイントだといえる。ただしここで繰り返しておきたいのは、再生の努力をもっとも真剣にすべきは企業や個人そのものであって、国はそれを後押しする枠組みを作ることには力を注ぐべきだということである。

今週の残る期間の主な予定は以下の通りです。

5月1日(火)	3月勤労統計 米4月製造業 NAPM 指数
5月2日(水)	米3月製造業受注 米ページブック
5月3日(木)	米4月非製造業 NAPM 指数
5月4日(金)	米4月雇用統計

### 《 have a nice long-off 》

連休はいかがお過ごしですか。昨日などは余り天気がよくなかった。私もあちこち動いていますが、6月にグリーンスパンに関する本を出す予定で、どこに居ても時間を見てはその執筆を進めています。

この3連休で一番奇々怪々のニュースと言えば、「速水総裁辞任騒動」でしょう。本人が飛行機でワシントンに向かった直後に日本の某新聞の夕刊で報じられ、翌日の朝刊で

は各紙が後追いした。「もう決まりか」と思ったら、ワシントンに到着した本人はG7の前にも後にも記者会見で「なぜこんな報道が出るのか理解できない....」と否定。

各紙が某紙の後追いをして一応の心証を得て報じ、それに関して社説まで書いたというのはかなり確信に満ちた複数のニュース源があったということでしょう。一紙が飛ばしたが、他の新聞は追えなかったという状況ではない。しかしそのニュース源が、「辞めたい」という速水さんの気持ちを伝えたと言うより、「辞めさせたい」という希望を強く抱いた人たちだった可能性はある。他にある可能性としては、1)いくらなんでも国際会議開催中のワシントンでは発表できなかった 2)辞めて意中の後任の人にバトンタッチしたいが、その人へのタッチがまだ難しいーなどだろう。

しかしこれは速水さんが帰ってきてどういう発言をするかを見なければ分からない。飛行機で移動中の総裁には報道に関しても連絡があったようだが、同行した記者の皆さんは飛行機がワシントンに着くまで全く知らなかったらしい。最近では一番ミステリアスな事件でした。

それでは皆様には、引き続き良い連休を。

《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》