

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1664号 2002年12月09日(月)

《 a better face on the economic policy 》

週末最大の経済ニュースは、ブッシュ政権の経済閣僚二人（オニール財務長官とリンゼー経済政策担当大統領補佐官）の更迭でした。中間選挙での勝利で政権の基盤はむしろ強くなったと思われた時期だったこと、更迭発表と同時に後任が指名されなかったことの二点には意外さがあった。「意外」という点で言えば、他の誰よりも「意外で心外な発表」と思ったのは、「大統領から信頼されている」という自信（慢心？）を直前まで持っていたとされる本人達だったでしょう。特にオニール財務長官。

しかし、ウォール街や政権内部など周囲の目からすると、この二人は「ブッシュ政権の重荷」と映っていた。その理由は後で書くが、マーケットの見地からすれば殊更のサプライズではないし、実際に11月の失業率の6%への上昇で大きく下げているニューヨークの株価は、二人の更迭を懸念せずむしろ好感して反発した。市場は二人の更迭を歓迎している。

更迭の持つ意味に関するワシントンでのコンセンサスは、

1. ブッシュ政権の基本政策（lower taxes, less regulation, more trade）の変更ではない。政権の経済政策を、ウォール街や産業界、それに国民により上手に伝えられる人にとって代える。つまり新しい「顔」を作るものだ
2. その新しい「顔」でブッシュ経済政策への評価を高め、株価を上げて国民に回復を実感してもらい、再選の準備をする

というものです。例えばニューヨーク・タイムズはある政治アナリストの言葉を引用して、

「This is more about perception than about policy," said Thomas D. Gallagher, a political analyst at ISI Group, an investment firm. "It's about putting a better face on the economic policy rather than on changing it."」

と解説している。はっきり言えば、今回の更迭はブッシュの再選戦略そのものだと言える。父親は湾岸戦争（1990年）での勝利にもかかわらず、経済政策失敗の責任を負う形で再選を阻まれ、クリントンに一期で政権を渡した。今のブッシュ・ジュニアは何としても父

親の轍を踏みたくない。

そのためには対イラク戦争を控えたこの時期に、「戦争より重要なのは経済で、経済の建て直しに政権は全力を注入している」という印象を国民、産業界に残し、またクリスマス・シーズンでの消費の時期を国民に新しい気分で迎えてもらう。そして新たな年に減税を柱とする新経済政策を発表する前に、一新の経済チームを発足させたかった、ということでしょう。

また、中間選挙で勝って議会の上下両院を押さえたが故に、逆に経済政策の失敗を民主党のせいに出るなくなり、すべてブッシュ本人が責任を負わざるを得なくなった、という事情もある。そのためには、もっと自分の経済政策をうまく売れる顔 (a better face on the economic policy) チームが欲しかった。

もっとも今回のチーム組み替えは、ブッシュにとってリスクでもある。民主党は確実に「ブッシュ経済政策の失敗の現れ」と受け取る。これを攻撃材料に使う。また、対イラク戦争を前にしたこの内閣改造で、例えばブッシュ政権が対イラクで華々しい勝利を収めても、その後の経済実績で責めを負うべき点 (例えば失業率の上昇など) が残っていれば、民主党がブッシュ再選シナリオを攻撃できる余地が広がる。代えたからには、更迭発表の日に6%に上昇した失業率は今後下がらねばならないし、株価は上がらねばならない。

今までブッシュは、経済の不振を「クリントン政権の残したバブル」「9・11のテロ」「議会民主党」のせいにしてきた。今後はそれが出来なくなる。

《 Steve worked closely with Bob Rubin 》

「基本政策に変更なし」というワシントンでのコンセンサスにも関わらず、新しい経済チームの組成に関しては、既に国内から様々な要望・要求が出ている。この週末の日経新聞のネット版には『全米製造業者協会「新財務長官にはドル安論者を」』という記事があった。この記事は土曜日の日経夕刊にも載っていたので詳しくは掲載しないが、「後任の財務長官にはドル高で米製造業者が不利を強いられていることにもっと理解を示す人物を期待する」というものだ。

この記事によれば、「強いドル」政策を堅持する姿勢を示していたオニール長官とリンゼー大統領補佐官 (経済政策担当) の辞任が決まったのを受け、「ブッシュ政権の為替政策の変更があり得るのではないかとの観測」がニューヨークの金融市場でも浮上し始めているという。

NAM はこれまでも会長名などで「ドル高是正」のスタンスを打ち出していて、今回の主張そのものには新味はない。また、ウォール街に配慮し、株価を押し上げるためには露骨なドル安政策を取ることが賢明でないことはクリントン政権の後期からのアメリカの政策で立証されている。従って、市場の一部にある懸念の通りに、アメリカの新経済チームが直ちに「ドル安誘導論」に組みすとは考えられない。

ただし今後のブッシュ政権の政策舵取りを予想する上で、米経済にデフレ圧力が高まった時に政策がどう変わるかは考えておく必要がある。ここでのポイントは「為替調整」だ。先にFRBのバーナンキ理事がFRB理事として初めてデフレを取り上げた講演（11月21日 <http://www.ycaster.com/news/021125.pdf>）で、デフレ対策の一環としての「為替調整」に触れ、ドル安の為替調整を「デフレ対策として有効」と述べている。

仮にアメリカがマクロ政策として為替政策を採用する、例えば1985年のプラザ合意のようなことを画策するとなれば、世界の為替を巡る力関係は今までとは全く違ってくる。

今の日本ではデフレ脱却に向けた一つの方法として「円安待望」、または「円安誘導論」が高まっている。塩川財務相や黒田財務官、さらには速水日銀総裁の口から出てきているが、国力、腕力から言っても日米双方が「自国通貨安」を望んだ場合には、それが中国の元など第三通貨に向かわない限り、「ドル安円高」に展開する可能性が大である。それを知ってか、塩川財務相は円安の一つのターゲットを「元高円安」に置いた発言をしている。

この問題を考える上でも、ポイントは後任だ。リンゼー補佐官の後任には証券大手ゴールドマン・サックスの元会長であるスティーブン・フリードマン氏が有力と報じられている。今回更迭されたリンゼー補佐官は、ブッシュ政権が成立する前にブッシュ政権の経済政策、対日政策に関して包括的な枠組みを示し、ドル高のシナリオを市場に提示した。そのシナリオに関してはこのニュースの2000年12月11日号（ネットサイトに残っていて、それは <http://www.ycaster.com/news/001211.pdf>）で詳しく取り上げたが、フリードマン氏の考え方がどこにあるかは不明である。ただし週末にネットを調べたら、同氏に関してゴールドマン・サックスのサイトにこういう説明があった。

「Stephen Friedman is the former Chairman and Senior Partner of Goldman Sachs. He joined our Board of Directors in 2002.

From 1987, Steve worked closely in executive leadership of the firm with Bob Rubin, first as Vice Chairmen and Co-Chief Operating Officers and then as Senior Partners and Co-Chairmen of the Management Committee, until Bob joined the Clinton Administration in 1992. Steve continued as sole Senior Partner and Chairman until his retirement in 1994. Earlier assignments at Goldman Sachs included co-head of the Investment Banking and Fixed Income Divisions and head of the Mergers and Acquisitions Department. He became a partner in 1973 and joined the Management Committee in 1982.

In addition to his role as Senior Principal of MMC Capital, Steve currently serves as a director of Wal-Mart Stores, Inc. and Fannie Mae. He is also a member of the President's Foreign Intelligence Advisory Board and is Chairman Emeritus of Columbia University.」

当然ながら、クリントン政権のルービン財務長官と「worked closely」な関係だった。考え方も似ているかもしれない。ホワイトハウス補佐官の任命には、財務長官に対してのような議会承認の必要性がない。この人事は done deal だろう。

《 soured on the gaffe-prone 》

オニール財務長官とリンゼー大統領補佐官はなぜ解任されたのか。その理由が分かれば、次の人にホワイトハウスが明確に何を期待しているか分かる。ワシントン・ポストには以下のような記事があった。

「Sources said Bush had soured on the gaffe-prone O'Neill last May, after a series of statements had to be explained away, including one contradicting administration doctrine. The sources said Bush decided to get rid of Lindsey after the economist told the Wall Street Journal in mid-September that a war with Iraq could cost as much as \$200 billion, at a time when Bush was not confirming he planned any such attack.」

「gaffe」とは「つき合い上の失敗（へま）、非礼」を指す。彼がどのくらい議会や市場に対して非礼だったかは最後に取り上げるが、要するにブッシュは「オニールでは議会対策、市場対策は出来ない」と判断したということです。リンゼーに関しては、この文章では彼が9月中旬に語った対イラク戦争での戦費見込み（最大2000億ドル）が取り上げられている。そもそもこれは、国防総省が見込んだ数字よりかなり多かった。何よりも、ブッシュ大統領がこうした攻撃の可能性を確認する前の発言だったから怒りを買ったと言える。

更迭理由に関しては、別の記事などにも面白い表現がいろいろある。いくつか紹介すると

- 1 . Lindsey appearing to be too ideological and O'Neill unpredictable
- 2 . Bush aides once jokingly compared an O'Neill news conference to "watching a child play with a loaded gun."
- 3 . "The guy has an aluminum ear when it comes to politics." (guy とはオニール)

三番目の「こと政治に関しては、オニール長官の耳はアルミだった」というのは、手厳しい。周知の通りオニールは財務長官になる前はアルミ・メーカーのアルコアの会長だった。リンゼー補佐官のもう一つの更迭理由は、「組織的能力の欠如」だと言われる。オニール財務長官とは犬猿の仲で、イデオロギー的にはブッシュ政権の希望に沿っていたし、「勝ち組」だったが、根回しが出来なかった。

ブッシュが経済閣僚二人の更迭を決めたのは先週の水曜日だったとされる。Karl Rove、

Chief of Staff Andrew H. Card Jr、 Deputy Chief of Staff Joshua B. Bolten らホワイトハウス高官との協議の末。ブッシュが6日に電子メールで記者達にホワイトハウスから配布された声明は

「 "My economic team has worked with me to craft and implement an economic agenda that helped to lead the nation out of recession and back into a period of growth. Both are highly talented and dedicated, and they have served my administration and our nation well" 」

という簡単なものだった。これに対して旧友であるチェイニー副大統領から5日に電話で決定を聞かされたオニール財務長官が6日朝に出した声明はたった three sentences のこれまた短いものだった。

「 "I hereby resign my position as secretary of the treasury. It has been a privilege to serve the nation during these challenging times. I thank you for that opportunity." 」

ホワイトハウスは二人の辞任発表を9日月曜日にもくろんでいたらしい。しかし、副大統領から「辞任の勧め」を聞いたオニール長官は怒って上記の声明を出して記者会見もせず、6日には自宅のあるピッツバーグに戻ってしまった。同長官が怒ったのは無理もない。長官と補佐官に対する辞任要求から辞任へのシナリオは、「残忍 (brutal)」(政府高官)であり、さらに言えば「意図的にそう仕組まれた (deliberately so)」ものだった。

オニール財務長官はワシントンでの権力争いに飽き飽きし、リンゼー補佐官は今年の8月頃からウォール街で次の仕事を探していたとも伝えられる。しかし、それと更迭とは別問題である。いたく傷ついているに違いない。リンゼー補佐官は、オニール財務長官より長い紙一枚の声明(ブッシュに対する感謝を述べた)の最後に、「But the time has come for me to devote myself to other pursuits」と付け加えていた。

財務長官の後任に関しては、週末のウォール・ストリート・ジャーナルに「Donald Evans, Bill Archer Seen As Possible Successors to O'Neill」という見出しで、以下のような記事が掲載されていた。

The surprise ouster of Treasury Secretary Paul O'Neill sparked intense speculation about potential successors. Here are 10 candidates whose names are making the rounds in Washington:

Robert Zoellick (ベーカー元財務長官の腹心)

U.S. Trade Representative

Mr. Zoellick, an official in the Reagan Treasury Department and in the State Department when George H.W. Bush was president, is the current president's lead trade negotiator. Mr. Zoellick, a strong advocate of trade liberalization, was a research scholar at the Belfer Center for Science and International Affairs at Harvard University prior to joining the current administration.

Donald Evans

Secretary of Commerce

Mr. Evans is one of Bush's closest friends in Washington and a longtime financial backer. A veteran of the energy industry, he was president and chief executive of Tom Brown Inc., an oil and natural-gas company in Midland, Texas. (ニューヨーク・タイムスは国内・国際金融に弱くオニール長官と同じ欠点があると指摘)

Phil Gramm

Senator (R., Texas)

Mr. Gramm is retiring in January after 24 years in Congress, including the last 18 years in the Senate. Gramm is slated to become a vice chairman at investment bank UBS Warburg after his term ends. As chairman of the Senate Banking Committee, he was a proponent of ending restrictions that prevented companies from offering banking and brokerage services under one roof. Before his career in politics, Gramm was an economics professor at Texas A&M University

Peter Fisher

Treasury undersecretary, domestic finance

Mr. Fisher joined the Bush administration after serving as executive vice president in charge of markets at the Federal Reserve. In 1998, he engineered the controversial Fed-brokered bailout of the Long-Term Capital Management hedge fund.

Frank Zarb

Retired Nasdaq chairman

Mr. Zarb retired as chairman of the National Association of Securities Dealers and the Nasdaq Stock Market. Served in the Nixon and Ford administrations and is a longtime associate of Vice President Dick Cheney. He previously was chief executive of Alexander & Alexander Services, a consulting firm. He now serves on the boards of AIG and FPL Group.

Gerald Parsky (ニューヨーク・タイムズが最有力と報道)

Chairman, Aurora Capital Partners LP

Mr. Parsky is a California financier and was President Bush's campaign chief in the state in 2000. He also has served on the University of California's board of regents since 1996. From 1974 to 1977, he served as assistant secretary of the Treasury.

Carla Hills

Former U.S. Trade Representative

Ms. Hills served in the George H.W. Bush administration. Previously, she worked at the Washington law firm of Weil, Gotshal & Manges, and has sat on the boards of many major U.S. corporations. Ms. Hills ran the Justice Department's civil division soon after the Watergate scandal, then served as Secretary of the Department of Housing and Urban Development. A free-trade advocate, Ms. Hills was the primary U.S. negotiator of Nafta. She is now chief executive of Hills & Co., a trade and investment consultancy.

Bill Archer

Retired House Ways and Means Committee Chairman (R., Texas)

Mr. Archer served in the House from 1971 to 2000, and as House Ways and Means Chairman from January 1995 to the end of 2000. Mr. Archer is a conservative who used his post to promote major changes like replacing the personal income tax with a tax on consumption.

Richard Grasso

Chairman, NYSE, since 1995

Mr. Grasso joined the exchange in 1968 and was promoted to vice president in 1977. He has served on the board of Home Depot since earlier this year, and he served on the board of Computer Associates from 1994 until August. Recently, Mr. Grasso has worked with regulators and Wall Street firms to reach a settlement on stock-research conflicts.

Stephen Schwarzman

CEO, Blackstone Group

Mr. Schwarzman is president, chief executive and co-founder of the Blackstone Group, where he has worked since its creation in 1985. He began his career at Lehman Brothers, where he was engaged mainly in the firm's mergers and acquisitions

business. He headed that group for two years.

あとアメリカの新聞などで出ている大穴としては、John Breaux 上院議員（民主党員ながら税制改正でブッシュ大統領を支持）。また日本の一部の新聞には、ケネス・ダム（Kenneth Dam）副長官の昇格を予想する見方があるが、米各紙によると同副長官はオニール長官同様に辞任の意向で、今週の中南米歴訪をキャンセルしたという。

なお、ニューヨーク・タイムズはブッシュ大統領が近く経済に関する重要な演説を予定しており、この演説のメッセージをうまく市場や議会に伝えられないのではないかと、との懸念もオニール、リンゼー二人の解任に繋がったと伝えている。この経済政策に関する重要政策は今月シカゴで予定されていたが、新チーム発足を待つ形で延期される可能性もあるという。恐らくブッシュ政権の経済への取り組みの真剣さをアピールし、恒久減税などに触れたものになろう。

ブッシュ新経済チームの課題は

- 1．景気刺激で減税を行うべきかどうか、行うとするとどのような減税をすべきか
 - 2．増大しつつある財政の赤字にはどのように対処すべきか
 - 3．イラクとの戦争が発生した場合に、国民の経済に対する信頼をどうつなぐか
 - 4．グリーンズパン FRB 議長（2004年の任期切れ）の後任をどうするか
 - 5．ドル政策をどう展開するか
- など。

《 dollar will be vulnerable 》

さて遅くなりました。今週は来年の為替相場予想をするのが本来の目的でした。ちょうどエコノミスト誌に頼まれていた来年予想をこの週末に書きましたので、それを掲載します。

「2003年の為替見通し」

ここ数年に比べて、ドルの脆弱性は増大すると見たい。ただし、これは必ずしもドルが下がるという意味合いではなく、場合によってドルが大幅に下がる危険性が高まったということだ。

今の世界経済を覆う基本的環境は、ディスインフレないしはデフレである。そうした中で、日本、欧州を中心に成長率は低下している。アメリカも90年代後半から2000年代初めの高い成長は望めなくなった。これは、IT以降の世界経済の牽引産業が見あたらないことが原因だ。

こうした中で世界の中央銀行は、インフレの時代には想像も出来なかったような積極的な金融緩和に出ている。ペースや思い切りの差はあるが、世界各国の金利水準は「もうこれ以上の下げ余地」を探すのが困難なほどだ。むしろ量的緩和の道は残っているが、それにしても金融政策発動余地は狭い。加えて、もう一方の代表的経済政策手段である財政政策も、日本、欧州、アメリカの順で赤字増大の桎梏から思い切ったことができない。せいぜい減税だ。

どの国も念頭に上がり始めているのは、「為替調整」だ。80年代のアメリカを見ても、最近では97年、98年の韓国を見ても、為替レートの下方調整（自国通貨安）は有力なリフレ手段だ。年末の日本で「円安論」が高まっている背景には、明らかに政策の手詰まりがある。しかし、同じ事情はアメリカにもある。欧州はまだインフレが一部EU加盟国で高いために通貨安の誘惑は小さいが、これ以上のユーロ高を回避したい気持ちは強い。

重要なのは、自国通貨安は他の先進国通貨だけではなく、例えば中国の元のような「台頭しつつある国の通貨」に対しても出てきていることである。ゲームは複雑化しつつある。それは、世界各国から見て中国が「デフレの輸出国」であり、「先進国の経済的枠組みを崩しかねない」存在と見えているからだ。日本では、塩川大臣の発言にそれが現れている。

アメリカは対イラク姿勢で中国の支持を得たいが為に元の為替レートの問題に関しては口をつぐんでいるが、日本円やユーロに対するドル相場の高さには、産業界の不満が強い。あるのは「ドル安期待」。アメリカの経常収支が真っ赤、日本のそれが大幅な黒という状況は続いている。

来年の為替相場を予想する上で一番大きなのは、年末になって経済チームを入れ換えたブッシュ政権の意向である。為替を長年見ている人間として言えることは、「為替市場が米政権の意向に反することは稀」だからだ。ウォール街の利益に配慮して従来の「強いドル政策」を続ければ、実際にアメリカは柔軟性、成長力などあらゆる面で相対的に日欧経済より優れているのだから、ドルは堅調に推移する可能性が強い。日本もそれを望む。

しかし、アメリカがデフレの危険性に具体的に直面し、リフレ策の一環としてドル安政策に転じるときは、過去にその政策を何回も発動した実績があるし、実際に対外収支の動向からもいつドル安が生じてもおかしくない環境にあるだけに、ドル安は深く進行する危険性がある。まだその可能性は小さいが。経常収支の黒を帳消しにする資本の日本からの流出は、依然としてパワーに欠ける。むしろ、日本政府には円高阻止の意向が強い。円高には、介入で対抗しよう。あえてレンジを提示すれば、110円～145円か。値動きは激しくなる可能性が高い。

正直言ってちょっとワイドです。しかし、米政権の改造や対イラク戦争、デフレの懸念などを考えると、ドルの脆弱性は高くなると考えられる。しかしそれは予想でも最初に述べているとおり、「必ずしもドルが下がるという意味合いではなく、場合によってドルが大幅に下がる危険性が高まった」という含意です。

仮にルービンに近いフリードマンが経済政策担当の大統領補佐官になり、オニールと違ってウォール街の権益を本当に理解している人が財務長官になると予想すると、資本輸入必要国のアメリカの金融市場をしらけさせるようなドル安政策を取る可能性は低いとも考えられる。アメリカがデフレにならないことが前提です。日本サイドには円安期待が強い。

恐らく来年は様々な国際通貨会議の際に「中国の元」の問題が台頭するでしょう。なぜなら、中国経済が世界経済におよぼす影響は既に無視できないものになっているからです。世界的な「デフレの元凶」としての中国敵視の見方は世界的に強い。

ただし、G7にも入れない国の通貨をどの程度世界的調整の枠組みの中に入れるかは難し

い話だし、アメリカもテロとの戦いで中国との協力関係を維持したい。日本を含めた先進国の対中国経済戦略は、来年も大きな課題のままでしょう。

今週号は長くなってしまったので、エコノミストに寄せた予想を elaborate したものは、年内にもう一度詳しく掲載できるかもしれない。

今週の主な予定としては、FOMC や日銀の短観発表、それに米小売売上高などですが、FOMC は何もありません。市場の関心は、次の米財務長官、経済政策担当補佐官とその第一声に集まりそうです。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。寒かったですね。特に日曜日は寒さ対策で完全に武装して歩いていた人が多かった。それにしても、週末の米各紙は読んでいた面白かった。腹を抱えて笑える記事もあった。ワシントン・ポストには「A Treasury of Treasury Chief's Words」(<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A20534-2002Dec6.html>) という記事があって、これはジョーク並みでした。為替トレーダーに関する彼の発言もある。下線を引いておきました。

まあ、この程度の市場知識ではやはり財務長官はつとまらないということでしょう。前任者のルービンが正にオニールが軽蔑した為替ディーラーでした。ENJOY

Paul O'Neill was billed as one of the adults, a man whose corporate and government experience would bring a measure of grown-up sobriety to the Bush Cabinet. At his introductory news conference, the president hailed his new treasury secretary as "a steady voice" who would soothe the jitters of people and markets. He was supposed to be like any good treasury secretary: Which is to say, boring. Drop-dead dreary, CPA dull.

O'Neill failed terribly at this. God bless him.

As a rule, the Style section does not grieve the resignations of treasury secretaries. But O'Neill was deliciously embarrassing to an administration proud of its on-message discipline.

"The president enjoys his blunt, plain-spoken approach," White House press secretary Ari Fleischer said in a vote of confidence for the embattled treasury secretary last year. We did too. To wit:

. O'Neill on nuclear power: "If you set aside Three Mile Island and Chernobyl, the safety record of nuclear is really very good."

. On currency traders: People who "sit in front of a flickering green screen" all day, are "not the sort of people you would want to help you think about complex questions."

. On currency trading: Something he "probably could learn about in a couple of weeks."

. On the attention he's received: "I'm constantly amazed that anyone cares what I do."

. On the criticism he's received: "If people don't like what I'm doing, I don't give a damn. I could be sailing around on a yacht or driving around the country."

. On the House Republican economic stimulus package: "Show business."

. On the Enron mess: "Companies come and go. It's . . . part of the genius of capitalism."

. On the federal bureaucracy: A place where the world is run "in stupid ways defined by stupid rules."
(以下略)

それでは、皆様には良い一週間を。今週は、福岡と広島に伺います。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤 (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》