

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1701号 2003年09月22日(月)

《 more flexibility in exchange rates 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

1. 週末ドバイでのG7は、予想通り中国、それに日本を念頭に為替レートを対ドルで固定するかのような行動をしている国は「より柔軟な為替レート (more flexibility in exchange rates)」を許すよう要請して終わった。国名を名指ししない穏やかな非難と要請だが、G7としては大きな政策変更であり、その意味合いは軽い
2. 現時点での実質的な切り上げを拒否している中国が当面「事態の静観」を決め込む中で、この声明の意味合いが具体的に評価されるのは日本の介入政策のみ、となる。その点を予測していたからこそ、先週後半に日本の通貨当局は2年半に渡って「防衛ライン」としてきた1ドル=115円をドルが割り、円が113円台に進むことを許容した。今回のG7声明の影響は既に出ている
3. もっとも115円死守をいつまでも続けられると日本の通貨当局が考えていたと思うのも間違いだろう。日本の通貨当局もより正常な市場運営を望んでいた部分があって、今回のG7を回帰への良い機会と考えたとも推測できる。経済実態と株式市場に日本経済の改善が明らかになってきたなかで、円高バイアスにおける115円ベッグをいつか放棄せざるを得ないのは明確だった。日本の通貨当局も、115円死守を放棄した責任をG7に投げることも出来た
4. これからが難しい「綱引き」である。長い間継続してきたレジームを変えたツケは、これから来る。115円以上の円安相場を前提としていた株式市場はどう反応するのか、円自体もどこまで対ドルで高くなるのか、円の100円突破はあるのか、国内債券相場は円高にどの程度反応するのか、円高をきっかけに全面的なドル安は起きないのか、もし起きた場合のニューヨーク金融市場の反応はどうなるのか、商品相場はどう動くのか、アメリカや日本、それに欧州の景気はどう展開するのか。今回のG7声明は多くの不確定要素を市場に持ち込んだ。「柔軟」とは、為替相場のレンジの広がりを意味する
5. 一つのパラダイムの終焉は必ず大きな変化を伴う。その激変は緩和するために、恐らく日本の通貨当局は「スムージング」と妥当に判断される場合には市場に介入

するだろう。市場が「disorderly (無秩序)」になれば介入できることは、どのような環境下でも広く認められている。円高のペースが速いと介入が行われる可能性が高いし、G7 に出席した福井日銀総裁もそう警告している。しかし、今までのような、相場の方向性を変えるような露骨な介入は難しくなる

6. 過去2年半のような「堰き止めポイント」が出てくるかどうかは今後の問題だ。日本経済や東京の株式市場の観点から言うならば、118円であろうが112円であろうが、110円台の変動は慣れ親しんだ世界とも言える。問題は100飛びとか100円割れになる世界で、その時点では日本や世界の金融市場は大きな変動に見舞われる可能性がある。その意味では、次の堰き止めポイントはあるとしたら110円ということになる

ドバイG7の声明は以下のように言う。とりあえず為替の部分抽出する。

「We reaffirm that exchange rates should reflect economic fundamentals. We continue to monitor exchange markets closely and cooperate as appropriate. *In this context, we emphasize that more flexibility in exchange rates is desirable for major countries or economic areas to promote smooth and widespread adjustments in the international financial system, based on market mechanisms.*」

最初のセンテンスは常套文言であり、新鮮味はない。それもその筈で、ここ数年間は為替に関しては、他のいっさいの表現を使わず、この文章、つまり「為替相場は経済のファンダメンタルズを反映すべきであることを再確認する。我々は引き続き、緊密に為替市場をモニターし、適切な形で協力する」という文章だけでG7の意思を表明してきた。それに今回新たにそれよりも長い文章を付加した。

「これとの関連で我々は、主要国、または主要経済地域がマーケット・メカニズムに基づいて国際金融システムの円滑かつ広範な調整を促すためには、より柔軟な為替レートが望ましいことを強調する」

と訳すことが出来る。「flexible」は先にスノー米財務長官がアジア歴訪をしたときにしばしば使った言葉で、今回のG7声明はその言葉を採用した。今回のG7声明に「私は満足している」とスノー長官が述べているのは自然な反応だ。週末のウォール・ストリート・ジャーナルには以下の文章があった。今回の声明の意味を良く表している。

「DUBAI -- The Bush administration's successful campaign to persuade the world's wealthiest nations over the weekend to endorse flexible currency rates was *a veiled swipe at China and Japan.*

But the administration hopes the veil was thin enough that anxious voters in the U.S. industrial heartland will get the message anyhow: The president is addressing their concern that competition from Asia costs Americans their jobs.」

「a veiled swipe」とは、「ベールをかけた非難」という意味である。中国と日本をターゲットにした。しかし、そのベールがアメリカの産業ハートランド（中西部）の選挙民達が、「ブッシュは良くやっている」と感じられるほどに薄いものであって欲しい、とブッシュ政権の高官は希望している。

「flexible」という言葉は恐らく同長官がアジア歴訪に出てくる前に米政府部内で「キーワード」として採用され、ここ当分のアメリカ政府が採用する為替政策のポイント用語になるだろう。

アメリカの政権には、経済を語るときにずっといくつかの限られたキーワードがあったし、今もある。「free（自由な）」「fair（公正な）」などで、これらはしばしばそうでない国、またはアメリカがそう判断する国を非難する時の有効な用語としても機能した。日本も今までこの用語を何回もぶつけられてきた。

今でもそれは変わらない。「flexible」は90年代に再び勝者となったアメリカ経済のキーワードだ。「柔軟な労働市場」「柔軟な産業構造」「柔軟な人事システム」と、アメリカは90年代においては日欧に比べた場合のシステムの「flexibility（柔軟性）」で勝者になったようなものだ。

アメリカはその用語を、2000年代初めの世界の為替市場に適用することを決め、G7という世界の有力国クラブもそれを採用した。

《 a global recovery is underway 》

この文章の意味するところは、第一義的には中国に対して「今のようながちがちの為替政策（1ドル＝8.28元プラスマイナス些少）ではなく、人民元の実質的切り上げを許容するシステムへの移行」を求めるものだ。しかし同時に、日本に対して為替市場の柔軟性を妨害する巨額の市場介入手法に警告する、という意味を持つ。

客観的に見ると、G7諸国の中でも「異質の国」と理解されることが多い中国が「柔軟な為替制度」への今すぐの移行に拒否反応を示すのは自然と見る向きがあるだろう。であるが故に、関係者の目は「為替市場に対する日本の当局の出方」に注目するだろう。そういう意味では、円高のスピードとか大台割れ、東京株式市場の急落などの説得材料に欠ける場面での日銀の介入はあるにしても、今回のG7合意を遵守するとすれば、市場の流れを堰き止めるような、方向性を逆転させるような露骨で大規模な介入は難しくなる。

結果的に、今の市場圧力では円が上昇しやすくなると思慮される。筆者は100飛び台の円高局面があってもおかしくないとする。90円台に行くかどうかは分からないが、今のアメリカの回復シナリオが崩れたら、あり得るだろう。

株、債券など東京の金融市場は、過去2年間ほどは想像できなかった「110円に向けての円高、その先もあるかもしれない円高」にどう対応するだろうか。19日の東京株式市場は114円台を見たあとの市場だったが、円高警戒感と思われる動きは既に出ている。自動車株などの反落であり、全体も結局ニューヨーク高を受けた朝高にもかかわらず日経平均は安く終えた。

しかし、19日の輸出関連株や日経平均の下げをもっぱら円高のせいにするのは難しい。それ以前の自動車株や株式市場全体の上げが、従来の常識から見ればピッチが速すぎるものであり、「利食い売り」「調整」が出て自然だったと思われるからだ。かつ、19日の東京の株式市場を見ると、値上がり、値下がり銘柄数を比べると前者が802に対して、後者は610。市場はその意味では底堅かった。日経平均が下がったのは指数への影響度が大きい値高株が下がったためとも理解できた。

これは想像の域を出ないが、恐らく110円台なら今の日本株式市場の底堅さは大きくは毀損しないのではないかと。期末で動ける向きが少ないという面が調整を加速しそうで、むしろ輸出関連株や値高のハイテク株などには調整が入るだろう。しかし、200日移動平均線から金曜日朝の段階で24%も乖離していた日本の現時点での株価水準の調整は、あって当然。それを株式市場の弱さとする必要はない。株高に加えて円高のメリットを受けて「二粒おいしい」状況の海外投資家が利食って来るかもしれないが、一方で入ってくるお金もあろう。市場の取り組み関係を見るならば、押し目を待っている人は多い。

問題は、100飛び、さらには90円台が見えてきたときだ。この辺では、市場の反応がどうなるかは分からない。円高によるデフレ懸念が台頭する可能性もある。そうすれば、まだ日本では地価が下がり続けていることから不良債権増大の懸念も出てくる。株にはもっと下方圧力がかかるだろうし、債券相場は再び買い直されているだろう。そうした不確定要素を避ける意味では、日本の通貨当局が「堰き止めライン」を110円に置く可能性はある。

さらに問題は、円高が加速してそれが「全面的なドル安」に移行したときだ。何ら買い材料のないユーロがこのところドルに対して上昇している。「ドル安の重荷を全部ユーロが背負わされている」（ドイセンベルク ECB 総裁）面があるが、それは双子の赤字を抱えたアメリカの通貨ドルへの警鐘のようにも見える。円高はドル安を加速しかねない。G7 声明は冒頭でこう言っている。

「Recent data indicate that a global recovery is underway. Equity markets have rebounded, confidence has increased, financial conditions have improved, oil prices are expected to remain stable and inflation is under control. 」

世界経済に対する楽観論に満ちているが、少し楽観的に過ぎる印象がある。確かに日本とアメリカの成長率は3%を超えてきた。日米とも当面はいいが、来年には減速が予想されている。欧州は「recovery is underway」とは言えない。

「Equity markets」以下はその通りだが、良い悪いの問題は別にして、例えば世界の株式市場のリバウンドは、日本と中国が介入した資金でアメリカの金融市場を助け、そのアメリカの株式市場の堅調さが日本や欧州の株式市場の活況をもたらし、それで「景気信頼感が向上している」という面がある。その中国と日本に対してG7は、「介入の抑制、市場に対する容喙」の抑制を要請した。超低金利下だから株式市場に流れる資金は潤沢だろうが、アメリカの金利がこれ以上上昇したときにはその保証はない。

日本が介入を止めてドルが急落しても、世界的な資金の流れの基本的ピクチャーは変わらないのか。世界の通貨当局にとっても大きな賭けだ。アメリカは当面はドル安を歓迎するだろう。なぜなら、国内インフレ懸念がないなかでは、国内経済的にはドル安のデメリットは少ない。メリットが多い。政治的要請に寄与する。株式市場も恐らく当初は歓迎するだろう。

しかし、アメリカに資金を入れている人、投資をしている人にとって見れば、ドルの減価は投資資金の減価を意味する。巨額の赤字を抱えたドルは、IMFが指摘する通り下方リスクが大きく、その下げを秩序あるものにする必要があるが、今のG7の枠組みでその準備が完璧だとは思えない。

《 growing role for China 》

それにしても今回のG7は、イタリアやカナダより経済規模の大きい中国をG7から除いておくことの無謀さを明確に示した、と言える。日本の代表も欧州の代表もIMF・世銀総会でドバイにいた中国の金融当局者と会談したし、G7としても人民元問題を話し合うに当たっては、中国側との接触を行った。というより、行わざるを得なかった。G5ならまだしも、G7だったら中国を入れておかない理由はない。中国に比した場合、イタリア、カナダなどは大して世界経済に対する影響力などない。

その中国は、そろそろ外圧ではなく「国内問題として」人民元の切り上げを視座に置かざるを得なくなっている。中国では切り上げを狙って入ってくるホットマネーのことを「熱銭」というらしい。日曜日の朝日新聞によれば、今この「熱銭」の流入が激しい。2002年には中国の移転収支は130億ドルの黒で、前年比53%の増加だという。今年上半期では、この黒字は250億ドルになったとの見方もある。その大部分が人民元に転換されて、例えば上海の不動産などに向かっているという。

だから当面中国が金融政策面でやらねばならないことは、徹底して切り上げ観測を冷やすか、むしろ早めに切り上げてしまって当面の切り上げ観測を消すことである。どうやら中国は前者の道を選んでいるようで、中国は8月下旬に預金準備率を6%から7%に引き上げた。「熱銭」が収まって、国内物価情勢が怪しくなったころにするなら切り上げというシナリオだろうが、この舵取りは難しい。

日本も円切り上げ当時は「これで日本経済はダメになる」論が盛んだった。政治的にはリスクだ。しかし、全ての高発展国がそうであるように、中国もG7声明が希望するように「flexible」な為替政策に転換しないと、国内経済情勢をコントロールすることが難しくなるだろう。

それにしても、今回のG7で影が薄かったのは欧州だ。スウェーデンは直前にユーロへの加入を国民投票で拒否した。ラトビアなどEU加盟国は増えてはいるが、イギリス、デンマーク、スウェーデンなど主要国のユーロ加盟が見送られていることは、今のユーロが抱えている問題が根深いことを想起させる。存在感を増す中国と、それこそ経済政策の「flexibility」を失った欧州。

実は欧州は事前には為替問題で中国にあまりプレッシャーをかけることには賛成ではない、と伝えられていた。特にドイツなど。しかし、結果的にはアメリカの主張に沿った対応をした。しばらくこの図式は続きそうだ。しかしだからといって、ユーロが対ドルで反発を始めたことを根拠がないと言っているわけではない。これは先々週に予測した。

今週の主な予定は以下の通りです。

9月22日(月)	8月貿易統計 第2次改造内閣発足
9月23日(火)	東京市場休場(秋分の日) 米独首脳会談
9月24日(水)	7月第三次産業活動指数 日銀営業毎旬報告 OPEC定例総会(ウィーン)
9月25日(木)	8月企業向けサービス価格指数 米8月耐久財受注 米8月一戸建て住宅販売 米8月中古住宅販売
9月26日(金)	9月消費者物価(東京都区部) 8月消費者物価(全国) 8月商業販売統計 米2Q四半期GDP(確報)

米 2 Q 四半期企業収益（確報）

米 2 Q 個人消費（確報）

米 9 月ミシガン大学消費者信頼感指数(改定)

《 have a nice week 》

最低の週末でしたね。それまで、つまり週中はあれだけ天気が良かったのに、週末は雨。久しぶりに実際に自分で体を動かす野球の話もあったので楽しみにしていたのですが、週末に恵まれない印象が強い 2003 年です。

もっとも、その前の 3 連休は天気まずまずでした。ほとんどの期間諏訪にいたのですが、秋の気配が濃かった。蓼科にも歩行練習で行きましたが、グリーンの上などで蜻蛉の数が凄かった。東京も台風 15 号になる今回の台風が過ぎると涼しくなるのでしょうか。変な夏でした。

今週は火曜日がお休みですか。変な一週間ですが、皆様には良い 7 日間を。

《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》