

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1437号 1998年06月01日(月)

## 《 international support for lower yen 》

いろいろと考えるべき問題が多い週です。

1. 対ドルで140円、対マルクで80円に接近してきた円安の行方
2. 円安進行の中でアジアからロシア、中南米にまで波及してきた金融不安
3. 高値からの反落を続けているニューヨーク株式市場の先行き
4. 日本の不良債権処理を巡る動きと、日本経済の先行き

など。これらの問題に今週一週間だけで結論が出ると言うことはないものの、いくつかの方向は見えてくる可能性が高い。

円が軟化している。先週後半には、対ドルで1ドル=139円台を記録して140円が目前に迫ったし、対マルクでは80円に接近している。筆者は、ここ当面の円相場は一段とドルや欧州通貨に対して軟化すると見たい。円の3ヶ月以内の安値は、対ドルで148円、対マルクで84円程度か。ただし、日本の不良債権問題に対する取り組みが今後2~3ヶ月以内に本格的になった場合、それにアメリカの金融市場の変調などの事態が起きた時には、ドルの反落は大きなものになる。

円下落の大きな要因は引き続き日本の国内市場が資金を滞留させるに十分な機会を提供していない、つまり金利は低く、株も上がらないという状況を反映している。その背景は、日本経済の方向転換に時間がかかっており、政府の政策も有効性を欠いているし、民間の動きも遅いということである。

注目すべきは、こうした対策の遅れやそれ故の日本政府の統治能力に対する疑念から、世界のあちこちから「円安容認論」が聞こえ始めたことだ。先週紹介した U.S. News And World Report 誌の「Washington Whispers」に載った短い記事は、アメリカ政府の公式見解ではないものの、日本政府の統治能力に疑問を持つアメリカの財務省や FED の高官のかなりの部分には「最後の選択」としてかなりの支持を集めているようだ。また、先週末にはイギリスと有力誌「エコノミスト」が「Let the yen fall」という記事を掲載している。

エコノミストの主張は以下の通りである。

1. 色々議論もあろうが事ここに至っては、(日本経済の回復には)円安が最も速くそして実効性のある方策である
2. ここ最近の円の下落は、過熱するアメリカ経済と後退する一方の日本経済のフ

ンダメンタルを如実に反映したものである

3. 「輸出の増大で国内需要減少分を相殺」「円安によってデフレ懸念を払拭」「円の価値が下がる事で資産の割安感が広がり、海外からの投資を呼び込む」という三つの点で、円安は日本にとって利益になる

エコノミストはこれらの主張を少し説明して、1)円安は貿易赤字の増大につながる事は事実だが、ファンダメンタルの悪化が自国通貨の下落を招くのは自然の事である 2)国内景気の冷え込みによって在庫の増大を招き、その結果の輸入の減少によって貿易不均衡を産みだしてしまうのは、ある意味で当然の展開である 3)むしろ日本、アジア地域からの安い製品の流入はインフレ抑制要因として大きく貢献している 4)円の下落はアジア諸国にとって一層厳しい状況を作り出すという懸念は、円がフリーフォール(歯止めなき下落)に陥ってアジア通貨が円に対して割高になった時に最も大きな作用を及ぼす 5)仮にアジア通貨に対して緩やかな下落であれば結局は日本のデフレを防ぎ、最終的に経済規模が段違いに大きい日本発による極東地域全体の景気の回復につながる 6)政治家たちの言う通りアジアの為に円の下落を許さないとするのは、日本を除くアジア救済の為に日本が苦しまねばならないという事になり、これは正当性を欠いた理論である――と述べている。

もっともエコノミストも、「円の下落はあくまで補完的役割を担うものであって、日本政府は先般の大型景気対策の早期実行と不良債権の処理、さらにサービス分野の規制緩和等、一刻の躊躇なくやり遂げる事が、何より不可欠である」と最後に指摘している。

### 《 Russia crisis as next phase of Asia crisis 》

こうした「円安容認論」の特徴は、今までの日本政府の景気対策の有効性欠如や、今後必要な対策実施のスピードの欠如を念頭に置き、「今となっては仕方がない」「それしか選択肢がない」という立場に立っている。日本政府の景気対策や不良債権の処理、規制緩和が主役であるとしながら、それが主役の役割を果たしていない現状を考えて、「もはや補完的役割の円安を前面に立てざるを得ない」という立場だ。重要なことは、今の外国為替市場の資金の動きもそうした立場に立っているということである。日本の対外貿易収支黒字が増大する中で円安が進行している。そして、この円安圧力は継続しそうである。

円安の進行には強い国際的懸念が見られることは確かである。先週末に一段と悪化したのはロシアの金融危機であるが、「このロシアの危機は、アジア危機の第二フェーズ」との見方が一般的である。週末のニューヨーク・タイムズには

1. ロシアの危機には「政府の徴税力の欠如」「ほぼ麻痺状態の民間経済」「試練を受けていない経済政策チーム」など特殊ロシア的背景がある
2. しかし、アジア危機の継続見通しの中で資本の動きは弱い環を探しており、ロシ

アはとりわけ弱い環と見なされている

- 3 . 石油価格の下落による政府収入の減少、炭鉱労働者による労働争議などが事態を一段と難しくしている
- 4 . アジアにもっとも投資している国の一つは韓国である。韓国は北朝鮮を孤立化させる狙いで対ロシア投資を急増させたが、今は韓国企業は自国の経済危機で対ロシア投資を削減しており、これもロシアに流入する資本を減少させている

とロシアの金融危機とアジアの金融危機の関係を指摘している。筆者は先週後半に韓国の有力な株式市場関係者から「円が150円になったら、韓国経済は大変です」との見通しを聞かされたが、それは事実であろう。円安は、対日でのアジア諸国の競争力を削ぐ。また、ニューヨーク・タイムズは「Asia's Woes Reach Latin America」という記事で、「仮に円が150円、さらにはもっと円安に行った場合には、中国元ないしは香港ドルの切り下げが現実のものとなる危険性があり、その場合にはブラジルの通貨に切り下げ圧力がかかり、これがブラジルの金利に引き上げ圧力となり、中南米全体の経済見通しを悪化させよう」との見通しを披露している。

円下落が問題なのは、基本的に対外収支が赤字だったイギリスやアメリカの通貨の歴史的下落と、日本のように対外収支が黒字の国の通貨の下げには大きな差があるということだ。赤字国の通貨の下落は、対外競争力を強め、方向としては不均衡是正に働く。しかし、黒字国である日本の通貨円下落は、日本の対外競争力を一層高め、不均衡を一層拡大する。その連想からアジア各国の通貨は売り圧力を受けている。そしてそれがまたアジアの諸国の経済を混乱させている。だから、赤字国の通貨下落と黒字国の通貨下落の影響は、違うのである。

問題は、日本政府が国内の景気引き上げや、国内投資機会の増大で機敏に動いていないということである。少し長期的に見れば、円安を先頭にアジア通貨全体が下がれば、アジア全体に投資機会が生まれ、いずれ資本が流入するとの見方もできる。日本やアジアの先行きに一足先に強気になりつつある「MSI Global」は今週号でも「Japan and South East Asia could be good investment stories」という見通しを表明している。

### 《 Focus On American Unemployment Figures 》

5月の月間で見ると、ニューヨークの株価（ダウ）は先週後半の大幅な下げを受けて、214.49ドル、2.35%下げた。5月最終週の下げが163.42ドル、1.8%の下げだったので、月間の下げはかなりの部分は最終週に発生したことになる。この下げは主に、第二・四半期の企業収益見通しの下方修正を懸念したもの。アナリストの業績見通しをトレースしている FIRST CALL によれば、今年第二・四半期のアナリストの企業業績増大見通しは今年初めの段階の12.9%から5.7%に落ちてきているという。これは主に、アジアの経済危機の深刻化の中で、アジア向け輸出の減少や、アジアからの輸

入品との競争激化を反映したものの。

第二・四半期に限らず、年内の米企業収益を大きく下方修正する動きも見られる。これは、アジアやロシア、それに中南米の危機が長引き、それがアメリカ経済に打撃になる（輸出の減少と国内市場での競争激化）になると見られているため。

一方、不良債権処理に向けた与党の動きは断片的には伝えられていたのですが、市場の関心を集めるところまでは行っていない。元幹事長の梶山さんが日曜日にテレビ朝日の番組に出て「国営銀行」をぶちあげていたが、具体的な動きはない。不良債権に関する具体的な動きが出れば、株式市場への資金流入という形で円安圧力は緩和することになるろう。

#### 今週の主な予定

6月1日（月曜日）	5月の全米購買部協会（NAPM）景気指数 欧州中央銀行発足
6月2日（火曜日）	4月の米景気先行指数
6月3日（水曜日）	4月の国内銀行貸出約定平均金利（日銀）
6月4日（木曜日）	4月の日本の家計調査（総務庁） ユーロ評議会が初会合（ルクセンブルクで）
6月5日（金曜日）	5月の米雇用統計

日本の4月の完全失業率が4.1%と4%の大台に乗り、同月のアメリカの4.3%に接近したことから、5月の米雇用統計は「日本を下回るかもしれない」ということで注目を集めそう。しかし、その可能性は少ない。4月の米雇用統計の失業率は、様々な要因から少し低めに出ていたと見られている。

しかし、トレンドとしては日本の失業率がアメリカのそれを上回るのは時間の問題である。日本の企業は依然として不必要な労働者を抱えているし、それが含み経営の行き詰まりの中でいよいよ市場に放出されてくる。日本でも「雇用の流動化」が市場圧力として現実のものになるうとしている。一方で、新規雇用需要はあるものの、労働者の資質や労働環境から見て雇用流動化の対象となった労働者が、ただちに職場を見つけられる環境にはなっていない。

経済の基幹的技術が変化し、伸びる産業、衰退する産業が目に見えていたのですから政府は雇用の流動化に備えた safety net 作りや、雇用関連法規の改正などを急ぐべきだったし、企業や労働者は「終身雇用」のあとの制度を模索しておくべきだったのですが、もはやここに来ては遅い。まずは「流動化」の方が先に進むでしょう。これは、失業率の上昇という形で現れる。

しかし、失業率の上昇をそれほど恐れる必要はない。産業構造が大きく変化している今の経済の下では、「雇用の流動化」は必然だし、経済が活力と競争力を持つためには必要、かつ歓迎すべきことです。以前このニュースで取り上げたように「一番足りないのはSE、

一番余っているのはSE」というような同一業種内でも起きているミスマッチが雇用流動化の大きな原因だと思われる。日本経済から雇用機会そのものは失われていない。「ミスマッチ」は働く人一人一人、個々の企業、それにそれを支援する国の事業によって解消されねばならないし、失業率が高くなるにつれて労働者や企業、それに国が「やらねばならないこと」に対する認識は高まるでしょう。

それは個々の働く人間、企業、それに国が取り組まねばならない問題が明確になるということです。労働者は、「新しいスキル」を身につけなければなりませんし、企業は新しい経営の手法や、テクノロジーを使いこなす経営をしなければなりません。国は、こうした経済構造の変化をシステムの中にうまく生かす法律の改正や組織の変更（縦割り行政の変更）をしなければなりません。4%台の失業率は、日本にその必要性を明確に示すものとなるでしょう。

### 〈 have a nice week 〉

週末はいかがでしたか。日曜日は良い天気でした。久しぶりに。この季節はこうでなくっちゃ。金曜日は大阪で講演で出張でしたが、一日雨がしとしと降っていた。冴えない一日。今回の講演は支店の周年行事。「講演」と言えば、大手や名前の通った企業の財務や経営、それに経営者の方々を相手に喋るのが多いのですが、今回は預金をされている方々が主な聞き手。つまり、専門家ではないのです。これはちょっと知恵を絞りました。なぜなら、聞く方は素人が多い。だから JARGON（専門用語）はあまり使えない。それを使えば、話の内容がそこで難しくなってしまう。しかし、なかには経済をよく勉強していて、詳しい人もいるから内容は落とせない。若い人もいれば、年寄りもいる。

講演がうまくいったかダメだったかのメルクマールは、質問の数です。質問というのは、喋った人にある程度の親近感が生まれて初めて出てくる。「聞いても丁寧に答えてもらえないだろう」とか「聞いても大した答えをもってないだろう」とか「とにかく早くこの会場を去りたい」と思われてしまっても、質問は出ない。だから、講演のあと質問が出るかどうかは、講演が成功したかどうかの一つのメルクマールなのです。今回は、支店の人も驚くくらい質問が出た。だから、まあ良かったのでしょう。あまりの低金利の継続に、具体的に資産をどう運用したらよいのかという質問が多かった。

ところで今回は出張が大阪と京都の間で、講演が終わり帰りの電車まで時間があつたのでちょい京都に足を延ばしました。「わらじや」さんに。三十三間堂の直ぐ近く。京都駅からタクシーで5分くらい。住所は、「東山区七条通本町東入る」で電話番号は、075-561-1290。

鰻の料理としてはしばらく前に名古屋の「ひつまぶし」を紹介しましたが、こちらは雑炊です。しかし、並の雑炊ではない。蘭水という歌人が米寿を迎えたときにこの店について次のように詠んだ、という。この歌を印刷した紙に包まれて割り箸が置かれている。

## 鰻鍋と鰻雑炊

鰻は海より川に入るか川にのみ育つままかの問題があるが 料理の仕方もまた余程困難 殊にその姿のまま骨を抜くは極めて工夫を要するを わらじや主人これを考案して無情の 味覚を整え鰻雑炊を案出して 滋養と精分とを増進するなど上戸にも下戸にも満喫の舌触り 実に好評無類の京料理

花よりも京の味 毛津鰻雑炊 米寿 蘭水

コース料理です。最初にお茶と先付け三品が出てきて、その次に「鰻鍋」が出てくる。汁がうまい。あと骨を抜いたざっくり切り（筒切り）の鰻と焼き葱下に沈んでいる春雨も良い。それが終わると出てくるのが「鰻雑炊」です。これはボリュームがたっぷり。ゴボウが入り、卵が入り、鰻（白焼き）が入り、そして椎茸が入り…。無論、雑炊だからご飯が入っている。そう、お餅も。全部食べるのにちょい時間がかかる。その後が、デザートはメロン。大満足の鰻料理です。この雑炊のコースで6100円。でも、絶対損したとは思わない。

最初に紹介した歌があまりに達筆で読めないで、そこの軽く80才は超えているおばあさんにちと時間をかけておそわっていたら、気に入られて「またいらっしやい」と。ハイ(^\_^)(^\_^)。ちなみにこの従業員によれば、創業は秀吉のころだという。だからでしょうが、瓢箪が入り口に飾ってある。で、「わらじや」の名前の由来は？ 犬養智子さんによれば、「秀吉がここで昔、わらじをぬいだ……」そうです。今度は「一炉庵」で「鰻鍋」を食べたいものです。

それでは、皆様には良い一週間を。今週後半は休暇を頂きますので、このニュースはお休みです。

<http://www.ycaster.com/>