

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1439号 1998年06月19日(金)

《 reverse-reverse Plaza accord 》

今週の一連の出来事を受けた当面の見通しは、以下の通りです。

1. 20日に東京で開かれる「関係国蔵相代理会議」での討議やそこから出てくる声明に市場の関心は集まるが、その内容は日本には主に「不良債権処理」と「内需主導での景気回復」を急がせるものになる。市場対策としては「円安」に警告し、必要なら協調介入も辞さない姿勢を明確化しよう
2. これまでの発表文から見ても、また20日に出るであろう声明からしても、日米とも「介入継続」の姿勢を取るだろうから、来週以降の外国為替市場でも一気の「ドル買い」には慎重になる向きが多くなる
3. しかし、130円台の半ばまで戻った円をさらに円高の方向に買い進むには日本が不良債権処理や内需主導の景気回復で着実、かつ敏速な措置を取る必要がある。この「着実、かつ敏速」な措置が参議院選挙や霞ヶ関の人事異動で容易ではないことを考えるならば、国内に投資機会が少ないままのここ当面の円相場は「脆弱性」を抱えたままとなり、日本の政策実行の遅延、先進国間の協調体制のほころび、中国の元に対する姿勢の変化などをきっかけに、再び円安に移行する危険性をはらむ
4. ポイントは、あくまで日本が「不良債権処理」「景気回復促進」の二つのフロントでどのようなタイム・スケジュールの中で何をなすかである。具体的には不良債権処理では、その形と日程が具体的になること、景気対策では恒久減税をきちんと盛り込めるかどうか。可能性としては少ないが、この二つのフロントで前進があり、かつ欧州を含めた先進国間の対市場協調体制が続けば、円には一段高の可能性もある。しかし、この可能性は小さい。

ただし円の脆弱性持続を予想するものの、筆者は6月1日のこのニュースで「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」との予想は変更しない。今回もそうであったように、150円に接近するような円安は、中国の怒りに触れ、人民元切り下げに格好の口実を与えることになるから、介入にせよ、実体経済面での措置にせよ日米が手を打ってくるからである。150円台に乗るような円安は、第二ラウンドのアジア通貨安、アジアの金融市場不安が高まるという点において、現在とは全く異なる環境と理解できるが、そこ

まで各国中央銀行が無策で、市場を放置するとは思えない。またその場合には、日本政府としても国内政治環境（不良債権問題に関する世論など）をある程度差し置いても、必要な措置を発動せざるを得なくなるだろう。

ここ当面の市場では、「不良債権」や「内需主導の景気回復」で日本政府が何をなせるかに疑念を残したままの市場と、「協調介入姿勢」を示した日米政府との睨み合いが続く可能性が高い。相場はかなり神経質になるだろう。

〈 intervention was successful 〉

水曜日、木曜日の2日間に渡って大幅高になったアジア各地の株式市場の動きを見ると、今回の介入はとりあえずは大成功したと言える。今回の介入は明らかに「アジア」、特に「中国」を念頭に置いて行われたから、中国政府が歓迎の意向を表明し、アジアの株式相場が大幅に上昇したことは、介入の効果と成功を示すものだ。アジアにおける株価の動きを過去2日間で見ると、韓国、タイなどの株式相場が10数%の大幅な上昇を示し、他の株式市場も大幅高。これら市場がいかに「円相場の是正」を待ち望んでいたのかが分かる。

アジアやニューヨークの株価の大幅な上昇を見て、木曜日の東京株式市場も日経平均で上げたが、その上げ幅（4.23%）はアジア各地の株式市場の中では小幅なものだった。東京市場は、介入があった水曜日には小幅ながら下がっていた。円高への転換は、日本にとってよりもアジアの各地で歓迎されたことになる。なぜなら、円高にしたところで日本の抱える経済問題の「解決」はほど遠いのに対して、アジア各地の経済にとって円高は各国通貨一段安懸念の後退など直ちに恩恵があるため。ニューヨークや欧州の株価が上昇したのも、「アジアの安定は世界経済の安定」という図式が描けるからだ。今後も、日米両国の協調介入は、アジアやとりわけ中国の動きを見ながら行われることになるだろう。

今週初めに李鵬首相初め要人が「円安」に警告した中国は、先ほども指摘したように「円安是正」を歓迎している。しかし、歓迎するばかりでなく注文も付けていて、「中国としては140円以下のドル・円相場のレベル」を念頭に置いていることを明確にしている。140円以上の円安だと「人民元」に切り下げ圧力がかかる旨を表明しているのである。

通貨を巡って中国が機械的に、「140円より進んだ円安 人民元の切り下げ」という方程式を当てはめてくるとは思えないが、一つの目安とはするだろう。ということは、今回の日米協調介入は「成功ではあったが、今後については140円というレベルを意識せねばならない重荷を背負った介入」だと言える。

伝わってくる情報によれば、アジア通貨が一斉に引き下げ状況になっている中で、中国経済は「輸出不振」「輸入品の流入」「工場の稼働率低下」「失業の増大」など深刻な事態を迎えている。クリントン大統領を迎えるという政治的環境の中で切り下げという実際的な行動に直ちに出る可能性は少ないものの、国内経済の悪化が続く中で切り下げの誘惑は常に高いと見るのが妥当である。台湾の経済界首脳は、今回の日米協調しての円相場の水準

維持に向けた市場操作にも関わらず、人民元の年内の切り下げの可能性を見ている。

15日のウォール・ストリート・ジャーナルが「little to do but worry」(出来ることはないが、心配だ)という不介入姿勢をアメリカ政府が変えたのは、米東部時間の今週火曜日夜だったようだ。中国の円安に対する姿勢が硬化し、アジアの株式市場の動揺が深まり、重要なことには日本が蔵相、首相のレベルで「不良債権処理」「内需主導の景気回復」について「重要な言質」を与える中で、まずルービン財務長官が姿勢を変え、彼がその方針転換をクリントン大統領に伝え、クリントン大統領も橋本首相と電話会談する中で、アメリカ政府全体の方針として決定されたと伝えられる。このプロセスの中で、日本の各界の指導者に事態がいかに深刻であるかを伝えるためにサマーズ財務副長官をマクドノー・ニューヨーク連銀総裁とともに訪日させることが決定されたという。

アメリカが日本側から言質を得たと思われるふしは、以下のルービン財務長官の17日の声明にも明確に現れている。

STATEMENT BY TREASURY SECRETARY ROBERT E. RUBIN ON JAPAN

This morning, the Prime Minister of Japan outlined his Government's plans to restore the health of the Japanese financial system and to strengthen domestic demand. We look forward to implementation of a comprehensive action program that will create the conditions that are essential for a healthy and prosperous economy. Japan has the financial resources and the capacity to deal with the challenges it faces. Asia and the international community as a whole have a large stake in Japan's success. In the context of Japan's plans to strengthen its economy, the U.S. monetary authorities operated in the exchange market this morning in cooperation with the monetary authorities of Japan. We are prepared to continue to cooperate in exchange markets, as appropriate. (下線は筆者)

18日の橋本首相の声明は、その間の事情を明確に示すものでした。方向は、ルービンの言っている方向と合致している。しかし、橋本声明からはこれまでの声明発表時点と比べて何が具体的に進み、タイムスケジュールがどう早まったのかは明確でない。アメリカが日本に助けを出したからには日本サイドとして新たな約束をしているはずですが、これは明確になっていない。これは20日の蔵相代理会議など今後の問題でしょう。

《 political crisis in Japan 》

今回の一連の騒動で明確になったのは、日本の危機は「指導力の危機」だという認識が世界的に一般化しつつあるということである。「水曜日の介入は、クリントン政権として日本政府はアメリカの助けなしに、金融市場の信任を取り戻すことは無理との判断に立ったことを示している」(ウォール・ストリート・ジャーナル)との解説もあったし、

「U.S., Asian and European officials fret that leaders of the world's second-largest economy are either in denial or paralyzed by a dysfunctional political system.」

という表現もあった。問題なのは、日本は政治日程的には参議院選挙と霞ヶ関の人事異動を控えて基本的には身動きがとれない時期に当たっていることだ。首相の最高指導者としてのよほどの政治的決断がなければ、選挙控え、霞ヶ関の人事異動というこの時期には新しいイニシアティブは期待できない。心配なのは、こうした環境が持続した場合に、日本政府の敏速な措置を期待する市場と各国政府が堪忍袋の緒を切らないかである。

昨日読んだニューヨーク・タイムズには、冗談ながら日本の政治指導者に対する痛烈なパンチとして、次のような文章も見られた。

「"When we heard about this, we were not sure if they were sending Larry over there for just a day or two or if they were spiriting him off for good. Lending Larry Summers to Japan's Finance Ministry to spend some time ... might not be such a bad idea. They could use some outside help over there."」

「this」とはサマーズの訪日、「there」は日本、「Larry」はサマーズのこと。意識すると、「え、ラリーが日本に。一日二日かい、それとも長期？ 日本の大蔵省にサマーズを貸すってのは、悪いアイデアじゃないね。必要だろうから……」。政治的指導力を期待したい日本人としては、笑えないジョークである。

繰り返しになるが、日本が円相場の是正でアメリカ初め諸外国の力を借りたと言うことは、松永蔵相が言う日本経済の再構築・再活性化のための具体的措置（金融部門の健全化、内需主導の成長、市場の開放と規制緩和）を目に見える形で早急にしなければならないことを意味する。さもなければ、外国為替市場では「動かない日本」を嫌気して、再び国内に投資機会のない円を売り、ドルなどを買う動きが強まるからである。

多分、日本の政治家達の今回の協調介入に対する感想は、「そりゃそうだろう。アメリカも日本を見限れないだろう」といったものだろう。しかしこうした、「show of power」（力の誇示）は、百害あって一利なしである。そこには、慢心しかない。こういう新聞記事もあった。

Government officials and economists around the world are increasingly worried that Japan's accumulated financial and economic problems are pushing it to the brink of a depression, one replete with deflation, bank runs and tremendous unemployment. But such concerns remain almost inaudible

in Japan itself, where affluence and relative isolation from the global economy have long allowed its leaders to argue that things really aren't so bad.

松永蔵相は、介入の直後に英語に翻訳された声明文では（世界に発した声明ですから、英語で見ます）

"Recognizing that restructuring and revitalization of the Japanese economy are urgently needed, the government of Japan will take all necessary steps to restore its banking system to health, to achieve domestic demand-led growth, and to open and deregulate its markets," Mr. Matsunaga said.

と述べている。ナイス、そして beautiful。しかし問題が一つある。世界が「ねずみの時間」で動いているのに、日本はどう見ても「象の時間」でしか動かない、動けないということだ。今回は、日本がこうした今までの意志決定過程を変えられるかどうかの瀬戸際に立たされていると言える。

〈 have a nice weekend 〉

休暇や出張などが重なり、この文章を出せない日が続きました。もっとも、インターネットのサイトには細切れながらいろいろな分析をしておりましたので、そちらをお読み頂いていた方には、今回の一連の事態を筆者がどのように見ていたかはお分かりいただけたと思います。インターネットがファックスより遙かに優れているのは、随時更新ができて、必要な方だけが見ることができるということです。ファックスのように紙の山を築くこともない。ただしネックは、まだインターネット・アクセスできる人の割合が低いことです。

今週は静岡に二日ばかり出張しておりました。梅雨も一休みで良い天気でしたが、週末からはまた雨がちの天気になりそうです。一番の悩みの種は、湿度です。それでは皆様には、良い週末を。20日の蔵相代理会議など、きぜわしい週末になりそうです。

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