

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1483号 1999年02月22日(月)

## 〈 no surprises 〉

ドイツのボンで週末に開かれた先進国蔵相・中央銀行総裁会議(G7)は、予想と寸分違わない展開から、予想通りのコミュニケ(声明、全文は最後に資料として掲載)を発表して閉幕しました。具体的合意事項が少ない分、引き続き声明は長いものになっている。最近のG7の例に漏れず、今回のG7の結果が為替、債券、株式など各種市場に対して直接的に持つ影響力は、為替についてしばらくはドル高の余地を残した以外は小さなものになるでしょう。

発表文にはどこにも出ていませんが、今回のG7が今までのそれと明らかに違うと思うのは、EUROスタート早々からドイツなど主要国で「リセッション」の色合いを強めるヨーロッパ、財政・金融政策を総動員しても景気回復の明確な兆候を掴めない日本を主要メンバーとして抱えるG7として、「伝統的な短期経済政策オプションの有効性減退」の現実直面せざるを得なくなったことです。「財政、金融政策の行き詰まりが顕著になった中で開かれたG7会合」だったと言える。

まず財政政策発動の余地は、日本で著しく狭められている。赤字増大予想の中で、長期金利が上昇するまでになった。国によって違いはあるが、欧州でも財政政策が発動できる余地は限られている。従って、伝統的な「景気回復策」という点では、どうしても「金融政策」が再び前面にでてきている。

日本について言えば既に行った短期金利引き下げに加えての量的面を含む一段の金融緩和であり、ヨーロッパについて言えば欧州中央銀行に対する利下げ圧力。しかし、G7に参加した各国首脳の中で、日欧の新たな金融緩和によってグループ全体としての成長率が本当に顕著に高まると予想した人はごく一部だったでしょう。事実それは無理なのです。日本の金融緩和はコール市場へ流入する資金が減少して、市場構造がいびつになりそうなほどすでに行われている。ドイツの高い失業状態の緩和に、欧州中央銀行の利下げが有効だと考える人がいるとしたら、それはよほど楽観的な見方の人です。欧州でも、落ちてきたのは消費です。これが生産活動の足を引っ張っている。消費者が消費を落としている原因が「高金利」でない以上、金融政策のできることは最初から限られている。

おそらく今回のG7に出席した各国経済高官の気持ちの中では、どこかで「何のためのG7だったのか」という思いが強い筈です。攻める方も、責められる方も。G7が「協調」の中で出来ることと言えば、「為替市場介入」や出席出席する直接の金融・財政の担当者(蔵

相、中央銀行総裁など)が決めている政策ですが、それらの方策は既にかなり発動され、G7として身動きできる分野は狭まっている。多少動けるのは「金融政策」面だが、誰もその効果を確信できない。

日本や欧州の景気回復に一番有効なのは、雇用の流動化を促進し、国民に新しい時代の技術を身につけさせ、新しい産業の勃興を促す構造改革であることは明らかです。しかし、各国の政治的痛みを伴う「構造改革」の諸措置が出来るのはG7ではなく、各国の政治、政治家なのです。しかし、この一番肝心なところでG7は各国の政治に対する管轄権を持たない。それは各国の「政治」の問題なのです。「成長」をうたったものの、成長のルーツ(本当の原動力になる改革)には直接触れられないと言うG7としての隔靴搔痒。

何も売り物がなくなったG7に「構想」を持ち込んだのは、ドイツと日本でした。特にドイツのラフォンテーヌ蔵相は就任直後のボン会議で自らが議長を務めるG7という国際舞台への登場を「目標相場圏構想」で彩ろうとした。日本も、アジア混乱の原因が「為替」でしたから、アジア諸国の手前も「宮沢構想」を持ち込む意味はあった。フランスは昔から「管理相場」支持です。

しかし、一日に1兆5000億ドルの取引がある為替市場の相場をファンダメンタルズの裏付けのない「枠組み」で管理するのは至難の業です。G7は創設以来何回も相場の変動をスムーズにする枠組みを検討してきた。しかし、いずれの場合も「変動相場制」を「worst but only one available system」として維持してきた。今回も結論はこれでした。それはアメリカがそれを主張したという以上に、日本やドイツにしる構想の具体化で踏み込めなかった以上、予想された結論でした。継続協議にはなりますが、実現は難しい。

結局比較的反対も少なく残ったのは、「ティートマイヤー・フォーラム」構想だけです。「金融安定フォーラム」(financial stability forum)として実現したが、その実効性は約束されていない。これにしても、「屋上屋を架すもの」との批判があった。

### 〈 financial stability forum 〉

声明に盛り込まれた文言を柱にしながらも、その後の各国蔵相の発言を重ね合わせながら今回のG7の実質的な合意事項を列挙すると以下の通りです。

1. G7として現在の為替相場を、「ファンダメンタルズ」に沿ったものと見なし、円、EUROが対ドルでもう一段下落する余地を容認。カナダの Gordon Thiessen 蔵相は、「G7の声明は、どの為替相場もあるべき水準からはずれているとは見ていないとの判断から出ている」と述べているし、速水・日銀総裁は「円相場は議論に上らなかつた」「最近の円安は、日本経済に活力を与える」と述べている。また、ドイツのラフォンテーヌ蔵相も「最近のドル高はアメリカの国内景気の強さを反映している」としており、アメリカの国内事情から「ドル高歓迎」とは言わなかつたものの、G7全体としてはもう一段のドル高・円安、EURO安を容認した形である。しかし具体

的な文言にしえなかった点（アメリカの国内事情）は重要である

2. 「目標相場圏」に関しては、ケルン・サミットに向け継続協議の形をとったものの、実質的には構想を持ち出したドイツ（architecture 構想）、日本（宮沢構想）、それを側面支援したフランス（highway code 構想）も、アメリカに一蹴された形。つまり「現状の為替制度の維持」（ルービン財務長官）を再確認したのである。「健全な経済政策を通して為替市場の安定を図るのが賢明」という同長官の正論を論破できる人間はいなかったし、相場圏とってみてもそれを具体的に実現する手段を提案側が持っていたわけではない。
3. しかし、議長国であるドイツの顔を立てる意味でも、ティートマイヤー・ドイツ連銀総裁が提唱した「金融安定フォーラム」（financial stability forum）の設立では合意。同フォーラムは最低年2回会合を開き、第一回は4月にワシントンで。狙いは「IMF、BIS など国際機関間の情報の流れを円滑にし、世界経済の成長を阻害しかねない危機に対して早期警戒を呼びかけること」。これら国際機関に加えて G7 諸国当局者も参加し、議長は BIS のクロケット総裁が務める
4. 「引き続き順調なアメリカ経済」がいつまでも「唯一の機関車であり続けることはできない」（ルービン米財務長官）との認識から、欧州に対しては「an appropriate mix of economic policies and structural measures to promote strong and sustainable domestic led growth（力強く、持続可能な内需主導の成長を促すための、経済政策と構造改革措置の適切な政策ミックス）」を求め、日本に対しては「In Japan, short-term prospects remain uncertain...The Japanese authorities have adopted important steps to strengthen the financial system and macropolicies to reinforce growth led by domestic demand and need to push ahead with the implementation of their policies directed to those ends.」と「日本経済の短期見通しは依然として不安定」として、「内需主導の成長を狙いとした政策の実施を進める必要性」を強調している

日本に対する声明の記述は、「従来に比べれば、随分と短い」（ニューヨーク・タイムズ）ものになっているが、これはその効果は別としてもっとも熱心に財政・金融に関わる景気刺激策をとったからである。G7 の直前にも日銀は短期金利の誘導目標の引き下げなどを実施している。その分、関心は欧州に移ったと言える。ドイツ、フランス、それについて最近まで非常に好調を保ったイギリスも、急速な経済の鈍化に見舞われている。欧州中央銀行の現在の姿勢にも関わらず、欧州では「利下げ」が大きな政策課題になるでしょう。

G7 声明は「最近の対円、対 EURO のドルの上昇に対して声明」では特に言及せず、会議後の各国大臣談話の形で「追認」の形をとったが、これは「円、EURO の下落余地を作った」という意味であって、そのスピードと幅について「自由な変動」を認めたことには

ならない。ドル高が行き過ぎる場合には、6月のサミットの場合で修正を加えてくるだろうし、日欧の景気に先行き明るい見通しが出ればドル高路線は自然と修正されてくる性格のものである。筆者は、EURO に比べて対円でドルの上値はそれほど大きくなく、一つめどは120円台の半ばだと考える。

日本、欧州経済の今後の回復見通しに関しては、既に金融、財政からできることはかなりの程度した形となっており、あとは能動的であるにせよ、受動的であるにせよ構造改革がどの程度進み、企業活動と消費にどの程度力強さが戻るかが鍵と言えそうだ。

### 〈 Greenspan testimony 〉

G7 も済んだ今週の主な予定は以下の通り。

22日(月曜日)	2月の米消費者物価信頼感指数
23日(火曜日)	グリーンスパン議会証言(上院銀行委員会)
24日(水曜日)	1月の日本の全国百貨店売上高 1月の日本のスーパー売上高 グリーンスパン議会証言(下院銀行委員会)
25日(木曜日)	日銀政策決定会合 1月の米耐久財受注
26日(金曜日)	1月の日本の鉱工業生産 2月の都区部、1月の全国消費者物価指数 98年10 12月の米国内総生産(GDP)改定値

ハンフリー・ホーキンス法に基づく今週2回のグリーンスパン議会証言(年2回)は、アメリカ経済が鈍化の兆しを見せず力強く成長しており、昨年LTCM経営行き詰まりの影響がなくなるなかで、連邦準備制度理事会が、また同議長が今後の金融政策のあり方をどう考えているか、株価のレベルをどうみているかなどを見る上で極めて重要なものです。

最近のアメリカ経済の動向からみて、「昨年11月中旬に行われたLTCM危機以後三回目の利下げは余計だった」し、「グリーンスパン議長もそれを認めている」との見方が強まる中で、「近々の再利下げ論」は減退している。日銀の政策決定会合は、先に短期金利誘導目標の引き下げなど一連の緩和措置を決めたばかりであり、その効果を見守る会議となりそうです。

ドルは先週末の段階で、対円で121円台の前半、対EUROで1EURO=1.1055ドルまで上昇している。ドルが1.11ドルの水準を突破したことは重要である。このレベルはマルクに換算すると1ドル=1.76マルクに相当する。ドルが途上国の金融危機

で急落する前に対マルクで維持していた（98年の1月から8月まで）レベルである。

G7の直前の欧州中央銀行金利決定会合は、利下げを拒否した。しかし、欧州の主要国からでてくる指標はリセッションの本格化を示すものが多い。ドイツでは、昨年第四・四半期のGDP伸び率が-0.4%となった。経営者の景気先行き見通しも悪化している。一方フランスでは、12月の鉱工業生産が11月に比較して1.6%も減少した。ドイツの欧州中央銀行総裁は、「中銀の誘導目標は妥当。構造改革を遅らせている各国政府の方に問題がある」と述べておりこれは正論だが、利下げは時間の問題だと見る。

### 〈 have a nice week 〉

数日前と比べて急に寒くなった週末でした。まあでも日差しは確実に春のそれになってきている。コートももうちょっと軽めのものにしないといけない時期です。

週末には一冊本を読みました。「電子恐慌」(KSS出版)。副題が「Platinum Child」というのです。読み始めたら止まらなくなって、結局土日のかなりの部分をこの本を読むことに献上しました。不思議な本です。SFであり、経済小説であり、コンピューター小説であり、そしてなによりもこのニュースの読者が一番関心があるであろうディーリングや相場予測に関する小説でもある。そしてしばしば、経済史の教科書にも電算機の教科書にもなっている。筆者の知識の幅は実に広い。

時代設定は2020年前後です。20世紀最後の改革努力も失敗し、実質的に海外資本の植民地となった日本経済。外資系の企業に失業した労働者がデモをかけた、右翼の街宣車がビルに突っ込んだりという環境の中。主人公は雑誌の経済ライター、仁科 敦夫。外資系投資信託の取材を通じて「電子ゲームの場」と化したディーリング・ルームを実質的に支配する「ティーンエイジ・トレーダー」(Platinum Child)の存在を突きとめることから話が始まる。その伏線は、何人もの若者の自殺。そして、仁科とともに「N」と対決する中学生でPlatinum Childとしてのアリス。

「N」とは、実は人工知能コンピューターの産物（まだ完成はしていませんが）としての「美少女」なのです。それが相場予測をびたりと当て、最終的には「ドルの大暴落」を予測し、世界経済を崩壊の一手手前に追い込むというストーリー。やや荒唐無稽なのですが、子供が常に大人をリードするという倒錯した世界観といい面白いのです。これは今のコンピューターに対する子供と大人の親和度の差をよく表している。日本が推進しながらとん挫した国産OS「トロン計画」から遺伝子工学までが小説の材料です。

まああまり書いても面白みがなくなる。多くの知識を詰め込んだことで、全体的には小説の流れが少しごつごつして、こなれの悪いものになっている面もある。また、直近の出来事に振り回され過ぎている嫌いもあって、現在から2020年に至るまでの出来事を大胆に予測して欲しかった気もする。しかし、全体的にみれば「nice try」の小説といえるのではないのでしょうか。このニュースをこの部分だけでなく頭から読むように方だったら

(^o^)、たぶん興味を持つと思います。

それではみなさまには良い一週間を。

《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》

資料 G7 声明全文 （ 1999年2月20日 ボン 下線筆者）

Communique of Group of Seven  
Finance Ministers, Central Bankers

1. We, the Finance Ministers and Central Bank Governors of the G7-countries and Wim Duisenberg, President of the European Central Bank met today with Michel Camdessus, Managing Director of the International Monetary Fund, to review recent developments in the world economy. Ministers and Governors also discussed international financial architecture issues.

Developments in the World Economy

2. We discussed developments in our own economies and in the rest of the world. Since our last statement of Oct. 30 there have been some encouraging developments such as the economic and financial stabilisation in Asia, calmer financial markets in industrialised countries, interest rate cuts in the U.S. and Europe and most recently in Japan, progress made to implement policies to strengthen the financial system and stimulate the economy in Japan, and the successful introduction of the euro. But financial market conditions have worsened in some regions and the outlook for global economic growth is somewhat less favourable. The impact of financial crises is now felt beyond the regions where the crises occurred. Against this background, it is of the utmost importance to strengthen in all countries the foundations for sustainable growth of output and employment, social stability and the macroeconomic conditions for financial market stability.



## G-7 Economies

3. We remains committed to a domestically based growth strategy that would contribute to achieving more balanced growth among our countries, reducing external imbalances and supporting recovery in emerging market economies. The outlook for price stability in our countries as a whole remains favourable.

4. In view of the challenges facing each of our economies we reaffirm the importance of intensified cooperation among us:

( 各国経済状況 )

In the United States and Canada economic growth is expected to slow gradually, but the overall economic outlook remains favourable. In these countries, policy should be directed at maintaining necessary conditions for sustainable growth.

In the United Kingdom growth is expected to be lower than last year but to recover thereafter. With a less inflationary outlook, interest rates have been reduced sharply and economic policies will continue to help create the conditions for sustainable growth.

In the euro area growth expectations for 1999 have been lowered. The magnitude of the slowdown may differ among these countries. They agree on the importance of pursuing an appropriate mix of macroeconomic policies and structural measures aimed at promoting strong and sustainable domestic led growth and fostering employment.

In Japan short-term prospects remain uncertain. The Japanese authorities have adopted important steps to strengthen the financial system and macropolicies to reinforce growth led by domestic demand and need to push ahead with the implementation of their policies directed to those ends.

We welcome the successful introduction of the euro in eleven member states of the European Union. The euro has been well received in the international financial and foreign exchange markets. The introduction of the euro helped avoid spill-overs of turbulences to financial markets in Europe Economic and monetary policies of the euro area will have significant implications for the stability of the global financial and monetary system.

## The IMF and Exchange Rates

5. In view of the increasing integration of the world economy and financial system we have a special responsibility with regard to improving the conditions for a proper

functioning of the international financial and monetary system and, in particular, enhancing sound fundamentals necessary for exchange rate stability. To this end, we will maintain strong cooperation to promote stability of the international monetary system and to promote exchange rates among major currencies that are in line with fundamentals.

6. We discussed developments in our exchange and financial markets since our last meeting. We reaffirmed our view on the importance of pursuing policies to help avoid excess volatility and significant misalignments of exchange rates of major currencies. We will continue to monitor developments in exchange markets and cooperate a appropriate.

#### Open Markets

7. We confirm our strong commitment to open, fair, competitive and dynamic international trade. The rules-based international trading system has shown its potential to create the necessary demand and underpin sustainable growth and stability in the global economy. We look forward to the launch of a new round of trade negotiations in the U.S. in November with a balanced agenda of interest to all WTO member countries. We support a World Trade Organization, and trade agreements, which are responsive to the challenges of global markets and the concerns of citizens throughout the world. Emerging Market Countries

8. We discussed financial and economic developments in emerging markets. We welcome the progress in restoring financial stability and strengthening the foundations for economic growth in many Asian countries. In other regions, notably Latin America, the outlook for growth has deteriorated since last year while the external financing environment has become more difficult. It is crucial for the countries in the region to pursue appropriate policies, including institutional, structural, macroeconomic and exchange rate policies, and, where necessary, to reinforce existing economic programs, as the best way to respond to financial markets pressure.

#### Russia

9. We met with representatives of the Russia Federation to discuss recent developments in Russia. The economic situation in Russia continues to give cause to concern. In the



absence of a concerted policy response to ongoing financial and macroeconomic instability, the country is increasingly faced with the serious risk of accelerating inflation, further exchange rate weakening, and continued economic contraction. A viable budget for 1999, significant improvement in government revenues and sufficient progress in institutional and structural reforms are necessary for an agreement with the IMF and for economic recovery. We expressed once again our concern regarding the accumulation of arrears on debts due by Russia. Russia's debt would only be considered by Paris Club creditors in the context of an agreement on an economic program supported by the IMF. Ministers and Governors of the G7 also stressed the importance they attach to Russia's treating its obligations to all creditors, comparably.

#### Brazil

10. Concerns about the implementation of the Brazilian reform program led to renewed pressures on the exchange rate of the Real and eventually to an abandonment of the exchange rate peg. We welcomed the commitment of the Brazilian authorities to a strengthened economic program designed to prevent an initial rise in prices associated with the sharp depreciation of the Real from leading to a general inflationary spiral and to pursue a strong program of fiscal adjustment. Under present circumstances it is of utmost importance to restore confidence. Thus, we urge the Brazilian authorities to continue with their reform efforts while paying due attention to social needs. We reaffirm our commitment to support a strong IMF program and recall the importance of a strong involvement of the private sector creditors in restoring financial stability in Brazil.

#### Koeln Debt Initiative

11. We had an exchange of views about the situation of the poorest highly indebted countries and reiterated our continuing view that maximum progress should be made in the next year. We agree that the fundamental review and the development of the HIPC Debt Initiative provide the appropriate framework to address the debt problems of these countries. We stressed the importance of improving the HIPC Debt Initiative and discussed proposals from a number of G7 partners for achieving this, for example, by reviewing the duration and the criteria for debt reduction. We will discuss these issues with a view to reaching agreement by the time of the Koeln summit. We stressed the importance of fair burden sharing among creditors and of ensuring that sufficient

resources are available to finance the share of the multilateral creditors, using existing resources insofar as possible and agreed to work to this end.

## The International Financial, Monetary System

12. We reviewed progress of the ongoing work on strengthening and increasing the transparency of the international financial architecture. Since our statement of October 30 there has been important progress on the following areas:

The IMF quota increases and the New Arrangements to Borrow have become effective. Together this provides the IMF with additional resources of SDR66 billion to be used to safeguard the stability of the international monetary system.

To strengthen the IMF's special data dissemination standard (SDDS), we agreed on a comprehensive format for full information on reserves and urge action by the IMF's executive board to adopt its standard in advance of the April Interim Committee meeting. We ask the IMF to further strengthen the SDDS by including more complete information on external debt and the international investment position of a country.

We support the progress made by the IMF, working in close cooperation with the BIS, central banks and other relevant authorities, in developing a code of best practices for monetary and financial policy transparency, the completion by the IASC of its core set of internationally agreed standards and the progress of the OECD has made on its principles of corporate governance.

We welcomed the substantial progress in developing enhanced IMF facility providing a contingent short-term line of credit, accompanied by appropriate private sector involvement. We will work at the IMF to ensure this facility is introduced as soon as possible.

We agree that the international financial institutions must play a prominent role in facilitating cooperation among all countries, especially in the area of macroeconomic and monetary issues that are the center of the IMF's mandate as stated in Article 1 in its Articles of Agreement. To this end, we all agree to consider ways to improve the IMF programs and procedures in crisis-prevention and resolution, and appropriate institutional reforms, including the Interim and Development Committees.

13. We discussed the effects of the economic adjustment on the most vulnerable groups in the society, and reaffirmed the importance we attach to the work on the general principles of the good practice in social policy being taken forward in consultation with other organisations. We will work together to ensure that these principles can be

brought into operational use as quickly as possible, to be used in the design of adjustment programs by the World Bank, the IMF, and their member countries.

14. We discussed and endorsed the recommendations by the Basle Committee on Banking Supervision on how to mitigate risks involved in dealing with highly-leveraged institutions (HLIs) including hedge funds. We also noted that IOSCO and other relevant bodies were also working on HLI issues and look forward to receiving their reports shortly. We agreed with the Basle Committee that adequate risk management by financial institutions is particularly important when they deal with HLIs. We are committed to consider, in a broad context, implications arising from the operations of the HLIs and of offshore centers on the framework of financial supervision, including whether additional reporting and disclosure by the HLIs themselves is warranted or feasible.

#### Financial Stability Forum

15. We are grateful to Hans Tietmeyer for his report on the international cooperation and coordination in the area of financial market supervision and surveillance. We welcome his proposal that the G-7 should take the initiative in convening a Financial Stability Forum to ensure that national and international authorities and relevant international supervisory bodies and expert groupings can more effectively foster and coordinate their respective responsibilities to promote international financial stability, improve the functioning of the markets and reduce systemic risk.

While the forum will initially be the initiative of the G-7 countries, we envisage that over time additional national authorities would be included in the process. The issues to be addressed affect all countries, including both industrial and emerging market economies, and the G-7 regards this initiative as a step towards broader participation.

We agreed that the Forum will meet regularly to assess issues and vulnerabilities affecting the financial system and identify and oversee the actions needed to address them, including the encouraging, where necessary, the development or strengthening of the international best practices and standards and defining priorities for addressing and implementing them.

We agreed that the Forum will be comprised of ten representatives of national

authorities responsible for financial stability, the relevant international financial institutions and organisations as well as the relevant international supervisory bodies and expert groupings. Its first chairman will be supported by a small secretariat located in Basle. Its first chairman will be Mr. Andrew Crockett, General Manager of the BIS, for a term of three years. We ask our Deputies to make the necessary preparations so that first meeting of the Forum could be held in Spring 1999.

16. We will continue to work to ensure implementation of all the reforms which we agreed in our Declaration of October 30, 1998. a plan for implementation presented to the G7 Heads in December 1998 is attached as an annex. Our work between now and the Koeln summit will focus on the scope for strengthened prudential regulation and supervision in industrial countries and further strengthening financial systems in emerging market economies; exchange rate regimes in emerging market economies, crises response and greater participation by the private sector in crisis containment and resolution; proposals for strengthening the IMF and the Interim and Development Committees; and minimising the human cost of financial crisis.

17. We will intensify the discussion of these issues among ourselves but also with other industrialised and emerging market economies. A first seminar involving a representative group of industrialised and emerging countries will take place on March 11 in Germany. This seminar will be devoted to exchange rate regimes, private sector involvement in crisis resolution and to proposals for strengthening the IMF and the World Bank. A second seminar will take place in the United States in April to discuss issues of prudential oversight in industrial countries, strengthening systems in emerging market countries, and minimising the human cost of crisis and encouraging the adoption of policies that better protect the most vulnerable in society.

(了)