

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1559号 2000年09月25日(月)

〈 G7 statement 〉

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 協調介入が先行した「ユーロ安対策」は、土曜日の G7 声明を経て今週その継続性と有効性を問われる。ポイントは今まで欧州からアメリカに向かっていった資本の流れが割安になった欧州に戻るのか、その政治的意志の不統一をかねて指摘されていた EU がユーロ安阻止で示した団結を繰り返し市場に見せつけることが出来るかにかかっている。しかし、先週も指摘した通りユーロの長期的安定性には筆者は疑念を残している
2. 原油高についてもまずアメリカの戦略備蓄の一部放出が発表された後 G7 は A) 生産国、消費国双方、それに貧困途上国にとって持続的な世界経済の繁栄と安定に寄与するレベルへの原油相場の低下(20ドル台の前半だと思慮される) B) そのための OPEC を中心とする産油国の増産 C) 世界各国によるエネルギー使用効率の向上 を声明で求めた。原油相場は、先週金曜日の引け段階で32ドル台に落ちてきており、しばらくは高値追いを止める可能性が高い
3. 先週末からの一連の動きを受けて、世界の株式市場はとりあえず落ち着きを取り戻そう。しかしその後については、ユーロ安再燃の際に G7 声明を受けて各国中央銀行がどう出るか、それに増産を要請された OPEC 諸国の反応(27日から OPEC サミット)を見守りながらの展開になるだろう。筆者は、原油価格は案外速く20ドル台に軟化する一方、ユーロは協調介入のスタンスを見ようとするユーロ売り再燃の中で、市場と中央銀行との綱引きが続くものと考え

日本時間の22日の夜に始まったユーロに対する日米欧の協調介入は、ほぼ6波、総額25億~30億ドル相当に上ったとされる。その効果は400~600ポイントといったところで、例えば介入前木曜日のニューヨーク引け段階のユーロ・ドル相場、1ユーロ=85.80米セントに対して介入直後につけたユーロの高値は90.40セント。水曜日に記録したユーロの安値は84.38セントだった。対円で見るとユーロの安値の90円前後に対して、高値は96.67円までであった。

しかし、ユーロは介入を受けて一気に買いが殺到するという状況ではなかった。対ドル

では介入の手が引くとすぐに 87 セント台に反落したし、対円でもニューヨークの引けは 94.96 円と高値よりは反落した。市場のユーロに対する疑心暗鬼は根強いと感じさせる市場の動きだった。

「強いドル」を基本政策とするアメリカのスタンスから見て一般的には「難しい」と見られていた協調介入が、G7 を前にした金曜日に実施に移されたことに関しては次のような背景があったと考えられる。

1. 原油高とともにユーロ安を背景とする株安がアメリカ、欧州を経てアジア、さらには金曜日に今まで円高から一番抵抗力があった東京市場に飛び火したことから、G7 として対処を迫られた。
2. 特に 21 日の引け後に発表されたインテルの業績見通しがユーロ安を背景とする欧州での売り上げ減少（ドル建てで見ても）から大幅下方修正されたことから、22 日のニューヨーク株価への波及が懸念される事態になった
3. クリントン民主党政権としてみれば、大統領選挙の直前にアメリカ、さらには世界の金融市場が混乱することはブッシュ共和党に口実を与えることになり、選挙戦術としても賢明でなく、原油高、ユーロ安対処でゴアの指導力を国民に印象づける必要があるし、その好機と考えた
4. 週末まで待って G7 の声明を出し、その内容を吟味されてから週明けを迎えてそこで介入するより、市場が予想外としている「off guard」の状態の 22 日に介入した方が効果が大きであると考えた。週末 22 日のニューヨーク市場を懸念したアメリカ、ユーロ安で追い込まれた欧州、そして対ユーロでの円高進行を懸念した日本も同一歩調をとれた

ECB は今回の介入に関して開始直後に次のような声明文を発表した。

「On the initiative of the European Central Bank, the monetary authorities of the United States and Japan joined with the European Central Bank in concerted intervention in exchange markets because of their shared concern about the potential implications of recent movements in the euro exchange rate for the world economy.

「ユーロの最近の相場変動が世界経済に対して持ちうる影響についての懸念の共有」を介入の背景として指摘。G7 もこの表現を気に入ったのか、23 日発表された声明分のうち「4」の「Exchange Rates」のところで次のように述べている。

「We discussed developments in our exchange and financial markets. We have a

shared interest in a strong and stable international monetary system. At the initiative of the European Central Bank, the monetary authorities of the United States, Japan, United Kingdom and Canada joined with the European Central Bank on Friday Sept. 22 in concerted intervention in exchange markets, because of shared concern of Finance Ministers and Governors about the potential implications of recent movements in the euro for the world economy. In light of recent developments, we will continue to monitor developments closely and to cooperate in exchange markets as appropriate.」(4 .我々は、為替・金融市場の動向について議論した。我々は、強固かつ安定した国際通貨システムに共通の利益を有している。欧州中央銀行のイニシアティブにより、米国、日本、英国及びカナダの通貨当局は、9月22日(金)に、欧州中央銀行とともに為替市場における協調介入に参加した。これは、世界経済に対する最近のユーロの動向の潜在的な影響について蔵相及び総裁が共有する懸念によるものである。最近の動向に鑑み、我々は、引き続き動向をよく注視し、為替市場において適切に協力していく。=大蔵省サイトの仮訳から)

この声明からも、アメリカ、日本がどの程度協力するかは別にして ECB が今後も外国為替市場におけるユーロの下落に対して適宜手を打ってくることは十分予想される。

〈 some uncertainty 〉

しかしその成功は必ずしも保証されていない。市場がしばしば介入の効果に対して当初見せる懐疑的な見方を織り込んだ上でも、ユーロ相場が持続的な回復基調に戻るにはいくつものハードルがあると思われるからである。金曜日の引け際にかけてのユーロの動きは、それが容易でないことを示している。

まず、ユーロ安には根深い問題がある。IMF のケーラー専務理事は先週木曜日にインターナショナル・ヘラルド・トリビューンのインタビューに答えて最近のユーロ安について

「PRAGUE - The head of the International Monetary Fund said Wednesday that among the major causes of the euro's weakness was "some uncertainty about the further political direction of European integration and enlargement." 」

と述べて、今まで指摘されていた経済的要因(米欧間の成長率格差、欧州からアメリカへの資本の流れ)以外に、「EU の統合と拡大についての今後の政治的方向性をめぐる不安定性」をユーロ安の大きな要因に挙げている。

まずギリシャ、そしてその後には東欧諸国の加盟が EU の議題としてあるが、そういう拡大路線を取ることが EU やユーロの将来にとって望ましいことかどうか EU は考えるべきだとケーラー専務理事は指摘している。その前には、デンマークの EU 加盟を巡る国民

投票（２８日）もある。

EU が不用意に拡大路線を取れば、ユーロに対する市場の信認が落ちるであろう事は容易に予測が付く。EU が有効なエンティティー（組織体）として今後も日本、アメリカと肩を並べ、その通貨であるユーロが価値を維持するためには、構造改革を進め、欧州経済全体の競争力を高め、資本が入りやすい環境をつくらなければならない。しかし EU の拡大はその中に様々な政治勢力が増加することを意味するから、ユーロの信認が落ちる方向に力が働く。これまでのユーロ安には確かに EU の中での政治的意思の不統一、先行き不安があった。

その一端は２２日の介入を巡る ECB と EU 各国の閣僚との争いの中にも見ることが出来る。２２日の介入に関してイタリアのビスコ蔵相は「この介入は９月８日のベルサイユでの EC 蔵相会議での決定を実行に移したものと説明した。

しかし、ECB のドイセンベルク総裁はこの発言に直ちに反論、「今回の介入に関して９月８日の蔵相会議の決定はなんら影響していないし、介入に関して EU 各国の蔵相達が関与したり、介入に関して彼等に相談をもちかけた事実もない」と ECB の独立性を協調した。EU の中であって「誰がユーロの監督権を持つか」という基本的コンセプトのところから EU 内の意思不統一が表面化したわけである。EU 内部には、役職を巡る各国の鞘当てや、主要国内の対立の噂が絶えない。

こうした内部事情が EU の中にある限り、資金が安心して欧州に戻る事態は予想できない。お金は政治的に安定したところに、そして投資効率の良いところに流れる。為替相場が安くなりきったと思われる所には多少の政治的不安定性があっても流れるが、それは本物ではない。通貨の監督権を巡る争いが表面化するようなどころには、なかなか持続的な資金の回帰が期待できるとは思えない。よって、筆者は先週の号で指摘したとおり短期的にはともかく、ユーロの長期的な見通しには依然として弱気である。

問題なのは、ユーロ安に対する措置として金利引き上げは発動が難しいものになりつつある点だ。今回の原油高騒動もあって、今後の欧州経済の先行きには黄色信号がともる可能性もある。欧州にとって、金利の引き上げは徐々に勇気のいる措置になる可能性がある。

もっとも中央銀行が介入に出るときには、しばしばその成功に権威を掛けている。発足したばかりの ECB は特にそうだろう。失敗を許されない権威をかけた戦いだとすると、ユーロ安を導こうとする市場の圧力に対して ECB はしばらく強い対抗措置を打ちだして、ユーロの反発局面が続くことも考えられる。しかし EU の抱える問題の根が深いことは頭に残しておいた方がよい。

ユーロ安が２２日の協調介入で一段落したことから、「G7 の中心議題は石油問題」（宮沢蔵相）だったようです。声明は「３」で「Oil Prices」という項目を設けて、次のように指摘している。

「3. We are concerned about the adverse effects on the world economy of the recent sharp increase in the world oil price. It is important that world oil prices return to a level consistent with lasting global economic prosperity and stability for both oil producing and consuming countries, in particular for the poor developing countries. In light of continuing high prices and low levels of stocks it is crucial for the world economy that OPEC and other oil producing countries take actions to contribute to a reduction in oil prices and greater stability in oil markets. Improved efficiency in the use of energy in all economies would contribute to that objective. We welcome the U.S. action to release a limited quantity of its oil reserves in the form of swap transactions. We agreed to remain in close contact and to continue our discussions with oil producing and consuming countries as we evaluate measures appropriate to the evolving situation in oil and product markets.」(3. 我々は、最近の世界の石油価格の急上昇が世界経済に与える悪影響を懸念している。世界の石油価格は、石油産出国と消費国の双方、特に貧困途上国にとって、世界経済の繁栄と安定の継続に整合的な水準に戻ることが重要である。高価格の継続と低水準の在庫に鑑み、OPEC及びその他の石油産出国が、石油価格の低下と石油市場の安定に貢献する行動を取ることが世界経済にとって不可欠である。全ての国におけるエネルギー使用効率の改善はその目的に貢献する。我々は、一連のスワップ取引の形態による石油備蓄の一定限の量の放出という米国の行動を歓迎する。我々は、これらの対策が石油及び製品市場における進行中の状況にとって適切であると評価し、引き続き産油国及び消費国と密接な接触を保ち議論を継続していくことを合意した。=大蔵書の仮訳から)

と述べている。この声明に対する産油国の反応は明確には出ていない。なぜならこの声明は消費国サイドに「エネルギー使用効率の改善」を要求してはいるものの、専ら産油国に「OPEC及びその他の石油産出国が、石油価格の低下と石油市場の安定に貢献する行動」を求めているからである。一部の産油国が石油価格高騰の原因を押しつけられることに反発することは容易に想像できる。

しかし、筆者は

1. アメリカのクリントン民主党政権が近づく大統領選挙を控えて石油価格高騰を本気で懸念しており、こうした背景から戦略石油備蓄の一部放出(3000万バレル)を先週金曜日の段階で決めているし、追加放出も検討している
2. 需給統計だけを見ると、世界の原油需給は供給過剰になっており、最近一ヶ月ほどの原油先物相場の高騰は、株式市場などからの資金流入が一因であることが明確である

- 3 . OPEC の中で原油増産能力を持つのはサウジアラビアと UAE だけであり、この両国とアメリカとの特殊な関係を考えれば、世界の産油国は全体としては供給量の増加に踏み切ると考えられる
- 4 . 石油を減産する、また減産することを喧伝する国はイラクなどあるが、長期的にこれらの国が石油輸出を止めることは不可能である

と考える。声明が指摘する「a level consistent with」(石油産出国と消費国の双方、特に貧困途上国にとって、世界経済の繁栄と安定の継続に整合的な水準)とは、これまでのアメリカの主張から見て「20ドル台の前半」ということだろう。為替相場でもそうだが、相場はあるレベルが一定期間以上続き、そこでレンジで締結される契約が多くなつたときに初めて実体経済に対して影響を与える。

今回の原油高はまだ30ドルを上回って時間が経過しておらず、特に日本の場合には騒がれている割には日本経済への打撃は大きくなかった。さらに今後のスケジュールを見ると市場の混乱を嫌がるアメリカの大統領選挙を直前に控えていることもあり、筆者は原油を巡る問題は、短期的にはユーロ安問題より案外早期に解消するものと考えている。

OPEC は27日から首脳会議を開くがここでの議論は、石油価格高騰に対する責任論に関しては消費国の責任を強く指摘しながらも、石油市場の安定が産油国にとっても利害のあることであり、またむやみな価格高騰が代替エネルギー開発に繋がることを阻止するために「一段の石油価格高騰には適切に対処する」といった声明を発表することになる。

《 uncertainty does not still lingers 》

今回の G7 声明における各国経済に対する寸評は7月の九州・沖縄サミットの時点と全体的にはそれほど変わったものにはなっていない。日本に関する寸評は以下の通りである。

「-In Japan there are signs of recovery. Still, macroeconomic policies should remain supportive to ensure a self-sustaining, domestic, demand-led recovery. Structural reforms in the financial and corporate sector need to be continued to ensure a durable recovery and an increase in productive potential.」(翻訳は次ページ)

前回 G7、つまりサミットの直前に開かれた G7 後に発表された日本に関する分析は以下の通りだった。

「- In Japan, where the economy continues to show positive signs of recovery, although uncertainty still lingers, macroeconomic policies should continue to be supportive to ensure domestic demand-led growth. Structural reform should be continued to promote an increase in productive potential.」

大きな違いは前回にあった「although uncertainty still lingers」という表現が今回はなくなっていて、G7 諸国の日本に対する不安感が緩和されたような印象になっている点である。しかしこれはおそらく G7 諸国の日本経済に対する楽観論の増大を意味しない。今回は最近の G7 では珍しく、日本の弱い成長も、円相場も議題にならなかった。そうした中で日本に対してあえて「uncertainty」などという単語を使う必要性を認めなかっただけだろう。

このニュースレターで何度も指摘している通り、日本経済には 1) 企業部門、官庁部門の構造改革の遅れ 2) 不良債権問題処理の先延ばし 3) 経済政策の財政依存からの脱却の遅れ 4) 爆弾を抱えた債券市場 など深刻な問題がいくらかでもある。G7 の日本に対する懸念が弱まったとは考えられない。

その他諸国に対する G7 の評価は大蔵書の仮訳で見ると以下の通りである。

- 米国、カナダにおいては、成長が引き続き力強く、失業は低水準にあり、インフレは抑制されている。持続可能な成長率が維持されるために、財政政策と金融政策は引き続き慎重であるべきであり、米国においては、国内の貯蓄を増加すべきである。
- 英国においては、成長は力強く、雇用が増加し、インフレは引き続き低い。金融政策は、財政政策によるサポートを受けつつ、引き続き成長と雇用を維持しつつインフレ目標達成を目指すべきである。
- ユーロ圏でも、成長は力強く、インフレは引き続き低い。民間投資を増やし、潜在的生産力を増加させる観点から、健全なマクロ経済政策の継続と構造改革の強化が重要である。
- 日本においては、回復の兆候が見られる。自律的な内需主導の回復を確実にするために、マクロ経済政策による下支えを継続するべきである。持続的な回復と潜在的生産力の増加を確かなものとするために、金融部門と企業部門における構造改革が継続される必要がある。

今週の主な予定は以下の通りである。

9月25日(月)	米中古住宅販売 NYSE で 57 銘柄の株価がセント表示に。
9月26日(火)	8月全国スーパー・百貨店売上高 KDD 株式上場廃止 米9月消費者信頼感指数
9月27日(水)	8月大型小売店販売

	8月商業販売
	米8月耐久財受注
	OPEC 首脳会議（ベネズエラ、28日迄）
9月28日（木）	田谷日銀審議委員講演（熊本）
	8月鉱工業生産
	米4 - 6月GDP確定値
	米4 - 6月企業収益改定値
	デンマーク、ユーロ導入の是非を問う国民投票
9月29日（金）	9月都区部・8月全国消費者物価
	8月完全失業率及び有効求人倍率
	8月勤労者世帯家計調査
	8月住宅着工・建築着工
	千葉興銀と八千代銀に公的資金注入
	米8月個人所得・支出
	米9月消費者態度指数
	米9月シカゴ購買部協会指数
	EU 蔵相理事会

《 have a nice week 》

週末は「一体何時間テレビを見たのだろう」というくらいテレビを見ました。土曜日は芝刈りが入っていたのでそれほどでもなかったのですが、日曜日は朝から夜中まで。

しかし考えれば、それもしかたがないでしょう。普段の週末のテレビより、内容があるのだから見たくなる。水泳の田島選手といい、女子マラソンで優勝した高橋選手といい、なんとなくあっけらかんとしているのがいいですね。女子マラソンの放送は前回と違って落ち着いていて、コメンテーターの増田さんも良かった。レースの内容も放送もよかった。毎週末こんな放送があれば、土日のテレビ視聴時間が長くなって大変ですが。

月曜日の朝にはまたまた嬉しいニュース。日本のソフトボール・チームは準決勝でオーストラリアを破って、金か銀を確定して。日本の女性は強い。

サッカーは残念でした。中田がPKキックを左のポストに当てて右に外したとき、なぜか2大会前だったかイタリアのバッジオがワールドカップの重要な一戦のPK戦で右上にボールを蹴り上げてしまって外したシーン（間違っていたら済みません）を思い出しました。二人とも所属する国の希望の星。テクニックも人気もある。その二人が、PKを外して自分が所属する国の敗北を呼んでしまった。

二人の失敗には、共通なものがあるような気がします。危なげないゴール、見ていて綺

麗な、人気選手のそれにふさわしい PK ゴールが欲しかった。それを欲するだけの技量もある。であるからこそ、「失敗はできない」という気持が強かったのでは。だから必要以上に狙った面があった。キーパーの動きを見れば、あそこまで狙う必要があるとは思えないのですが。しかし、彼等は狙った。そして、失敗した。スターがないアメリカは、とにかく必死でやっていたように思う。

この中田の PK 失敗に関しては、23日の朝日新聞の「進化途上の中田」という文章が良かった。素人目ながら、日本のサッカーは着実に強くなっていると思う。

まだ楽しいゲームが続きます。皆様には良い一週間を。

《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》