

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1585号 2001年04月09日(月)

《 stabilizing yen ? 》

今週のレポートの主なポイントは次の通りです。

1. 過去一週間の日本政府当局者の発言、米政府の内部事情に通じた新聞記事などで日米両国当局者が「円相場の今後」をどう考えているかかなりはっきりしてきた。「(130円に接近するような)今以上の円安は困る」というものである。市場では常に突発的なことが起こりうるからその通りに動くかどうかは明確ではないが、現在の市場環境だと120円台の半ばで円相場は暫く落ち着く環境が整ったと見られる
2. 米3月の雇用統計で製造業の雇用が大幅に減少し、また失業率も上昇してきたことからFRBが5月15日の次回FOMCを待たずに利下げをするのではないかとの見方が広まっている。しかし筆者は、今のアメリカ経済は雇用、設備投資など「様々な分野での過剰」(ビジネス・ウィーク誌)を減らしている最中であって、現時点では利下げがそれほど効果的だとは思えず、FRBが市場の思惑通り動くとは思えない。
3. 日本が先週末とめた緊急経済対策は、「総額」といった事業規模が新聞の見出しに出ない構造調整中心の措置で、一步前進といえる。市場にとって今回の対策に対する信頼感が高いのは、アメリカ政府が「安全保障上の問題」とまで日本の構造問題への対処を前面に押し立てていること。日本の政治状況の不確かさはあるが、この外部状況が新たな政策に対する信頼感を側面支援している面もある

過去一週間で為替相場に対する立場を一番鮮明にしたのは、日本政府である。黒田財務官を中心に、宮沢財政大臣などが「これ以上の円安は好ましくない」という発言を繰り返した。発言は大体において120円台の後半に相場があるとき。しかもどちらかと言えば、今までの無関心、円安容認姿勢から一転して、それを阻止したいという焦り気味の雰囲気漂わせながらの発言が目立つ。

その背景は恐らく、円をこのまま放置すれば足早に130円の水準を超えて円安が進み、これが国内景気要因から円安に神経質になっているアメリカ政府の意向を害すると同時に、アジア諸国からの反発が出てくると予想したからだろう。日本のサイドだけに立てば、円

安を130円で止める理由はない。海外諸国との関係を考慮した日本の通貨当局の懸念は、円安に対してレベルとスピードの両方にあると思われる。この状況は時間の経過とともに変わるが、今の時点ではこの両方を懸念していると思慮される。

これに呼応するアメリカ政府の円に対する姿勢は、ウォール・ストリート・ジャーナルを通じて報じられている。その内容からして、麻生経済財政大臣の「米政府は円安の容認」発言を受けて、同紙の記者がホワイトハウスや財務省を取材して書いたものと思われ、かなりまとまっている。

書き出しは、

「 WASHINGTON -- With the Japanese currency in a **tailspin**, the Bush administration has decided it won't put up with an ever-weaker yen if Tokyo doesn't take serious steps to clear the bad loans from its struggling banking system. 」

というもので、内容は「日本円が急落するなか、ブッシュ政権は日本政府が苦況にある銀行システムから不良債権を処理する真剣な措置をとらないのなら、円の一段安を容認しないことを決めた」というもの。

同紙はより詳細に

「 The important thing, these officials say, is that Japan embrace necessary -- if painful -- reforms to boost domestic growth, not use foreign-exchange rates to export their way out of trouble.

(中略)

「 Furthermore, U.S. officials aren't inclined to sit idle should the yen fall so far or so fast that American companies lose ground to Japanese competition. That would be unacceptable politically for the White House at a time when the U.S. economy is slowing to a crawl, and perhaps even a halt.

The administration hasn't made clear what steps -- other than a stern private complaint -- it would take if it felt the Japanese were trying to use a weak yen to cure their economic ills at the expense of the U.S. Global currency markets move \$1.6 trillion a day, and it is difficult for governments to counter prevailing sentiment about appropriate exchange rates. But the Bush team could, for instance, try to engineer a statement from the Group of Seven major industrialized nations suggesting that the yen was undervalued. Or, much less likely, the U.S. could buy yen to try to push the price up. 」

- 1 . 重要な点は、日本政府が困難からの脱出を輸出に依存する目的で為替相場を操作するのではなく、仮にそれが苦難を伴うものとなろうと国内経済成長を加速するために、必要な改革をすることである
- 2 . 円がこのような短期間にこれほど大幅に下落し、それによってアメリカ企業が日本の競争会社に不利に立つようなら、アメリカは看過しない。ましてや、今のよう
に米経済が低迷しているときは、ホワイトハウスとして政治的に容認できない
- 3 . 日本が苦境脱出のためにアメリカ依存で円安に頼ったとき、それに対する不満表明以外に米政府が何をするかは明確ではない。為替市場は巨大だし、政府が市場で優勢な相場観に対抗するのは難しいが、円の過小評価を示唆する G 7 声明や、円買い介入もありうる

と観測している。この記事は、今のアメリカ経済や先週も触れた為替政策を巡るブッシュ政権の内部事情からすれば、かなりの的を射た記事だと思慮される。今のアメリカに、130円台、140円台に進む円相場を喜んで容認する理由はない。「市場への介入」に極めて消極的な政権だから、直ぐに円買い介入のようなことにはならないだろうが、米政権内部のベースにある考え方は明確に分かる。

重要な点は、今回ウォール・ストリート・ジャーナルに掲載された考え方は、私が先週示した「何よりもアメリカの利益が第一」というブッシュ大統領の考え方で短期間に変化
する可能性を孕んでいる」という考え方が正しかったことを示している。明らかにリンゼ
ー路線の修正である。

《 Asia is opposing weaker yen 》

今朝の日経新聞のネットサイトなどによると、クアラルンプールで開かれていた第5回
東南アジア諸国連合（ASEAN）蔵相会議は、「最近の円安が域内金融市場を不安定にさせ
A S E A Nの持続的成長に悪影響を与える恐れがある」との強い懸念を盛り込んだ共同声
明を採択、閉幕したという。

これに関連して溝口・財務省国際局長はA S E A Nと日本、中国、韓国の財務相・中銀
総裁代理会議で

**「恣意（しい）的な円安誘導はしていない。急激な円安はファンダメンタルズ（経済
の基礎的諸条件）を反映したものでなく必要なら適切な措置をとる」**

と説明したという。「必要な措置」には介入が含まれるだろうから、日本は「過度な円安」
には介入して対処することを約束したことになる。

ASEAN 声明はさらに、日本経済は金融部門の構造問題を抱え「依然先行きが不透明」
で、米国経済も「リスクが増大している」と指摘し、今年の域内平均の経済成長率は前年

の5.3%から3-5%に低下するとの見通しを示したという。経済がこれだけ鈍化する見通しにあるということは、ASEAN としては円安の進行とそれに伴う自国の競争力の低下に極めて神経質になっているということである。今の日本経済には円安は望ましいが、少なくとも時間をかけたものでないかぎり、アメリカやアジア諸国は容認しない状況であり、日本政府は足早な円安には対処を余儀なくされると思慮される。

アメリカでは、3月の雇用統計で製造業の雇用が大幅に減少して失業率も上昇したことから、FRB が5月15日の次回 FOMC を待たずに利下げをするのではないかとの見方が広まっている。現在のアメリカの政策金利はフェデラルファンド金利が5%、公定歩合が4.5%。引き下げになれば、引き下げ予想幅は0.5%だからフェデラルファンド金利が4.5%、公定歩合が4%になる。金利引き下げは今後も続くと思われるから、アメリカの公定歩合が3%台になるのも時間の問題ということだ。

利下げ観測を強めることになった3月の米雇用統計は、非農業部門の雇用者数が8万6000人も減少した。これは1991年11月(9万4000人の減少)以来の大幅な減少。この結果、失業率も4.3%に上昇した。1999年7月以来の高水準。今までのアメリカ経済を見る視点としては、生産活動、設備投資を中心に企業収益や個人消費などは失速を示していたが、雇用のレベルが高い水準で維持されていたことが底堅さの証拠のように考えられていた。

その「雇用」に影響が明確に出てきたことから利下げ論が出ているが、筆者は今のアメリカ経済は雇用、設備投資など「様々な分野での過剰」(ビジネス・ウィーク誌)を減らし続けている最中であって、現時点では利下げがそれほど効果的だとは思えない。FRB は金利の水準もそうだが、経済の「調整」には「時間」がかかると考えていると思われる。だとしたら、足早に利下げすることだけがアメリカ経済の再活性化を促すものではないだろう。経済の調整(過剰の調整)が進む中で、本当に必要なときにタイムリーに利下げをする「時間的感覚」も必要だし、グリーンSPANはその方向で政策を進めるのではないか。

《 unresolved problems 》

日本政府は自党内の考え方の近いから最終決定を先延ばししていた「緊急経済対策」(<http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2001/0406kinkyukeizai.html>)を先週末に発表した。

1. 金融再生と産業再生

- (1) 金融機関の不良債権問題と企業の過剰債務問題の一体的解決
- (2) 銀行の株式保有の制限について

2. 証券市場の構造改革

- (1) 金庫株の解禁及び株式の投資単位当りの純資産額基準の撤廃
- (2) 確定拠出年金及び確定給付企業年金
- (3) 証券決済システムの改善
- (4) 株価指数に連動する現物出資型の上場投資信託 (ETF)

3 . 都市再生、土地の流動化

- (1) 「都市再生本部」(仮称) の設置
- (2) 21 世紀型都市再生プロジェクトの推進
- (3) 土地の流動化
- (4) PFI の積極的活用及び公務員宿舍跡地等の再開発

4 . 雇用の創出とセーフティーネット

- (1) 新市場開拓に資する規制・制度改革
- (2) イノベーションのための重点投資・システム改革
- (3) 雇用面のセーフティーネットの整備

5 . 税制

を柱とするが、この中では5の「税制」を初め詳細が決まっていないものが多い。日本は「経済対策」と名前がつくものが好きな国で、特に過去10年は典型だった。1992年8月の宮沢内閣時代の総合経済対策を皮切りに、昨年10月の新経済対策まで6人の首相が11回の経済対策を実施した。総事業費の規模は120兆円。

今回の緊急経済対策が今までの対策と決定的に違うのは、「事業総額 兆円の総合経済...」という金額の部分がまったくないことである。銀行保有株の株式買い上げ機構(正式には銀行保有株式取得機構)創設など資金が必要なスキームはあるからお金が絡まないことはないが、しかし明らかに今回の対策は事業規模がポイントなのではない。不良債権の処理の過程で自立できなくなった企業に最終的選択を迫るとか、証券市場の構造改革(金庫株の解禁、確定拠出年金などの法案の早期成立)、都市再生、土地の流動化、雇用の創出とセーフティーネットなど日本経済の形を強制的に変えようという内容が主である。

従来型の「総合経済対策」の市場への効果は、一貫して落ち続けていた。90年代の前半だったら、「対策がまとまった」というだけで株価は急騰した。古典的な経済学から言えば、財政支出は経済活動を活発化させる。しかし対策が度重なるたびに、株式市場は感度を鈍くした。90年代の末には対策がまとまるころには株価は下げに転じた。日本の経済対策が、市場の信頼を失い、経済のニーズから外れてきたことは明らかである。そして今回。今回の緊急緊急対策は、規模がないが故に市場の反応は良好である。

過去の失敗の最大原因は、対策(それに伴って支出される資金)が経済の大きな変化の

方向と合致してなかったことである。規模が縮小して良い産業、その業界に働く人の数が減ってしかるべき産業の現状を維持しようとしたあまりに、経済の自然な変化の流れを止めたり、場合によっては逆流させてしまった。つまり、経済の必要な調整を遅らし、景気の自立的回復を阻害していたのである。

もし120兆円という資金が、日本経済の変化を促進する方向に使われていたらどうだっただろうか。規制を外し、企業の自由な活動を支援する。消える産業、衰退する産業は出ただろうが、成長する産業が育てば成長と、そこでの雇用も生まれていた筈である。120兆円もの資金が使われてもまだ「危機」が叫ばれているのは、それらがもっぱら「現状維持」に使われていたからである。筆者は失業そのものが問題なのではなく、「失業の期間」が問題だと考える。一端失業しても例えば半年後にまた就業できるという事態なら良い。

その意味では、今回の「緊急経済対策」は金額が落ちていても、内容が売りになっている分だけ一歩前進である。無論、筋の悪い政策もある。銀行保有株の買い上げ機構である。今のような規模の大きい、国際的な資金の動きの最中にある市場で、こうした機構がうまく機能する可能性は極めて小さい。660兆円という国の借金があまねく知れ渡ってしまった今、もう「金額」「総額」を売りにする経済対策はむしろ市場の疑心暗鬼を生むだけだろう。必要なことは、コンテンツを売りにした経済政策を策定し、それをきちんと実行していくことである。

今回の緊急経済対策に今までにない期待があるとすれば、「日本の経済状況の悪化は安全保障上の問題」とまで言っているアメリカが、これもリンゼー・ドクトリンを修正する形で政策実行の監視役になるのではないかと思慮される点だ。クリントン政権は財政の出動を要請してもその中身には立ち入らずに、結局構造改革が進まないのを看過した。しかし今回は「安全保障上の問題」であるが故に、クリントン政権当時ほど声高には言わないかもしれないが、日本の政策の監視役としてはある程度の役割は果たすと考えられる。

今週の主な予定は以下の通りです。

- | | |
|----------|--|
| 4月9日(月) | 3月卸売物価
2月機械受注
ナスダックで全銘柄の株価がセント表示に。 |
| 4月10日(火) | 自民党両院議員総会、全国幹事長会議(10日前後) |
| 4月11日(水) | 3月マネーサプライ
自民党総裁選告示(10日過ぎ)
米3月輸出入物価
ECB定例理事会 |
| 4月12日(木) | 日銀金融政策決定会合
米3月小売売上 |

米3月生産者物価

4月13日(金)

3月企業倒産

米2月企業在庫

米4月ミシガン大学消費者態度指数

米国市場休場(GoodFriday)

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日は諏訪に日帰りしてきたのですが、中央線の沿線の桜が綺麗だったこと。ワシントンもこの週末が桜のピークだそうで、ワシントン・ポストを読んでいたなら、「この辺が綺麗」だとか「ここでボートに乗れば良い」といった記事が盛んに載っていました。

「桜咲く」で言えば、日本から行っている大リーガー達の活躍は目を見張る。春だけの珍事ではなさそうで、野茂といい、新庄といい、佐々木、イチローといい素晴らしい。プロ野球は夜わくわくするスポーツでしたが、最近では日本時間の朝から昼過ぎまで、「彼はどうした」「あいつはどうなった」と気になって仕方がない。そわそわさせてくれます。アメリカの各地の新聞にもおかげでかなり詳しくなりました。まだボストンの新聞に、「野茂はシアトルのイチローと鈴木に当たっているスポットライトを取り戻した……」とおいおいと言いたくなるような記事もありましたが、まあ徐々に区別はついていくでしょう。

巨人戦の視聴率が最新の調査で11.9%になったそう。Jリーグが始まった年に12%台に落ちたことがあるそうですが、この視聴率は過去例のない数字らしい。先週金曜日の広島での巨人戦の映像を見ていて「観客も少ないな…」という印象を持ちましたが、日曜日に出たテレビ番組(フジのEX!TV)で矢沢さんに聞いたことですが、「広島球場の巨人戦の観客は金曜日は12000人」だったそう。まあ、日本のプロ野球も相当しっかりしないと野球ファンの目と時間は大リーグに行ってしまう。どちらがわくわくするかと言えば、やはりイチロー、新庄でしょう。おっと、野茂も。

イチローの所属するシアトルの市民にとっても、A-ROD(アレックス・ロドリゲス ショートで“エメラルド市のゴールデンボーイ”と呼ばれた)が10年2億5200万ドルという法外な値段でレンジャースにもっていかれた直後だけに、イチローの活躍は嬉しかったに違いない。野茂のno hitterについてはブッシュ大統領も言及していました。

でもそのアメリカで、「SUZUKI」問題が発生しそうです。なぜなら、アメリカの新聞でもイチローを「SUZUKI」と表記するところが多い。しかし、月曜朝のニュースによると、米大リーグ、ロイヤルズの鈴木投手は8日、カンザスシティでのツインズ戦に先発、5回を3安打、1失点に抑えて今季初勝利をあげた……と。試合はロイヤルズが154で勝ったのですが、今に「SUZUKI? Which one?」ということになりそうだから。

男子ゴルフのマスターズ・トーナメントは、3日目に首位に立った米国のタイガー・ウ

ッズ(25)が68で回り、通算16アンダー、272として4年ぶり2度目の優勝をしたそう。人間かいな、と思いますね。史上初めてメジャー4大会での4連勝を達成したという。伊沢利光は5つスコアを伸ばし通算10アンダー。歴代日本選手最高の4位に入ったそうで、これはナイスですね。

それでは、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》