

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1644号 2002年07月08日(月)

## 《 no intervention at all is not the right answer 》

アメリカからはまだ自国通貨ドルに関する目新しい発言は出てきていませんが、国際機関はドル相場の先行きを、少なくともアメリカよりも懸念しているようです。先週はIMFという国際機関の専務理事から、「外国為替市場の不安感がドルからの資金避難 (a run on the dollar) につながった場合には、国際的な協調介入を求めるかもしれない」という発言が出た。

この発言は、ケーラー専務理事が英ファイナンシャル・タイムズ(7月5日付け)とのインタビューで語ったもの。彼はさらに、「(介入を唱道することには慎重でなければならないが) もしドルが急速かつ無秩序に下落した場合には、全面的な不介入というのは正しい回答ではない (if the dollar were to fall rapidly and in a disorderly fashion “no intervention at all is not the right answer”)」と述べている。

先進国が最後に協調介入をしたのは、2000年の9月。ユーロ安の歩調を緩めるためのものだった。介入については、ブッシュ大統領率いるアメリカが一貫して「相場水準は市場にまかせるべきだ」という意見で、介入に対して批判的な立場を続けている。

こうした中で、なぜケーラーIMF政務理事が「(ドルに対する) 介入」を示唆したのかは、必ずしも意図は明らかではない。同専務理事は一方で、これまでのドル安・ユーロ高はドルが過大評価されていたことの反映であると歓迎した上で、

「成長と資本需要の源泉としてのアメリカに欧州は代替できる存在ではない故に、ドルがフリーフォール(歯止めなき下落)に陥るとは思わない。米国経済は他の国の経済より遙かに柔軟(flexible)であり、アメリカ経済は力強く反発しよう」

と述べていて、アメリカ経済の立ち直りへの信頼感も表明している。恐らくIMFとしては、客観的事実としてのアメリカへの資本の流入減少を懸念しているのでしょう。アメリカに入らなくなった資本の行方については、欧州にとどまればユーロ高になり、日本に回れば円高となる。

ケーラー専務理事が「成長と資本需要の源泉としてのアメリカに欧州は代替できる存在ではない」と述べているのは、IMFとしてはドルの下げはあったとしても短期的と見ている証拠でしょう。だからこそ、「協調介入すれば止まる」と考えていると思われる。

で、必要な時には介入しますよ、と。

しかし、アメリカには今までのような強い成長、強い株式市場を期待できない以上、対外収支の赤を埋め合わせ続けるだけの十分な資本流入があるかどうかは疑わしい。今朝（7月8日）の日経金融新聞に掲載された水野温氏氏の分析によれば、2001年における非居住者の対米証券投資は5218億ドルで、4170億ドルの経常収支赤字を十分に賄えた。しかし、この流入ペースは明らかに今年に入って落ちている。

ということは、IMF専務理事の「アメリカ経済は力強く反発しよう」という予想は、株式市場の反発力という点に限って言えば、それほど安心して見ていられるものではない、ということだ。最近の外国為替市場は、ユーロ高の一服、日本の通貨当局の介入姿勢を受けた円高ペースへのブレーキで、ドル安のスピードは緩んでいる。ただし、これがドルの反転に直ちに繋がるかは疑問で、アメリカ国内市場の混乱次第では「a run on the dollar」の危険性は残っていると思われる。

### 《 a big cloud over the European economy 》

一時の圧倒的なユーロ高にブレーキがかかってきたのは、これまで「強い」とされてきたユーロ圏景気に暗雲が覆い被さってきている為である。そもそも、IMFのケーラー専務理事が言うとおり、アメリカと欧州を比べると成長の源泉としての力は欧州がはるかに落ちる。例えば、今年1-3月を見るとGDP伸び率は0.2%の低いレベルにとどまっている。

その後も世界的な株価の下げの影響もあって、欧州経済は成長のパワーを失いつつあるように思える。例えば、今月初めに発表されたユーロ圏12カ国の6月の「産業信頼感指数」はマイナス10。ユーロも対ドルで等価に近づいたあとは、反落局面を迎えている。ユーロの対円での一服した。

これに対して、景気悪化の懸念がもたれているアメリカ経済については、一部の雑誌などを中心に、「弱気論への傾斜」を止めようと言う動きも見られる。先週末のBusinessWeekは社説で、「The U.S. Economy Can Survive The Scandals」という投資家を鼓舞するような文章を掲載していた。

同誌は、現時点で投資家がCorporate Americaに裏切られたと感じ、企業経営者達の言っていることが信じられないと思い、さらには次のスキャンダルを恐れて資金を株式市場から引き揚げるとしても「それは理解できる」としながらも、「投資家は重要なことを想起する必要がある」と指摘している。具体的には、

1. 80年代のハイパーインフレ
2. SL（貯蓄金融機関）危機
3. 80年代の海外企業との厳しい競争

- 4 . 8 7 年のブラックマンデー
- 5 . 9 7 年のアジア通貨危機
- 6 . 9 8 年の LTCM の破綻

など過去 20 年間に繰り返し発生した（一見修復不可能な）危機をアメリカの資本主義は乗り越えてきたと指摘し、「今回も乗り切りは可能だ」と主張している。そして、今回も危機乗り切りが出来るであろう理由として

- 1 . NYSE、SEC、SP、それにコンファランス・ボードなどが企業統治に関して新しい基準作りを始めている
- 2 . もっと肝心なことには、ブッシュ政権がこの問題への取り組みを約束していること

などを指摘して、「こうした動きが一朝一夕に成果を生み出すことはない」としながらも、いずれ問題は正されると楽観論を展開。同誌は、今のアメリカの市場が抱えている一番大きなリスクは、1990年代に根拠なき熱狂（irrational exuberance）にうかれた投資家達が逆方向に走り、根拠なき悲観論（irrational negativism）に取り憑かれることだ、と指摘している。だからこそ、アメリカ経済の危機からの回復の過去の例を見ようというのだろう。

同誌は結論として、「（今の市場に）懐疑的な態度にならざるをえないのは、そうだろう。正しい。しかし、株式市場から資金を引き揚げるのは正しくない。アメリカ経済は過小評価すべきでない回復力を持っている」と述べている。ケラー IMF 専務理事の意見にも通じるような見方である。

このビジネスウィークの励ましが効いたのか、独立記念日（7月4日）明けの5日週末のニューヨーク株式市場は引けで見て、ダウが 9379.50 ドルで 324.53 ドル高、NASDAQ が 1448.36 ポイントで 68.19 ポイント高、S&P 500 が 989.03 で 18.15 高と大幅高になった。しかし、過去の例を引くまでもなく下げ局面のあとの大幅高は、knee-jerk な、痙攣的な上げであるケースも多い。本当に強い市場では、市場は例えば 4 勝 3 敗のような形で持続的に少しずつ上げていくものである。

そういう意味では、投資家の市場に対する信頼感が本当に戻るかどうかは今後の問題だと言える。

今週の主な予定は以下の通りです。

- 7月8日（月）
- 6月マネーサプライ・卸売物価（8：50）
- 6月貸出・資金吸収動向（8：50）
- 5月機械受注（14：00）

	6月景気ウォッチャー調査(16:00)
	BIS年次総会(バーゼル)
7月9日(火)	米5月消費者信用残高(9日4:00)
	5月特定サービス産業動態統計(13:30)
	6月消費動向調査(13:30)
7月10日(水)	6月約定ベース対内対外証券投資(8:50)
	米6月輸出入物価(21:30)
	米5月卸売在庫(23:00)
7月11日(木)	5月決済ベース対内対外証券投資(8:50)
	5月国際収支(8:50)
	米6月卸売物価(21:30)
	米5月シカゴ連銀指数(24:00)
	米6月小売主要既存店売上
7月12日(金)	6月企業倒産(13:30)
	米6月小売売上(21:30)
	米7月ミシガン大学消費者信頼感指数(22:50)
	EU財務相理事会(ブリュッセル)

### 《 have a nice week 》

思えば、先週の日曜日はまだサッカーのワールドカップ決勝でした。どうしてこんなに時間の経つのが、そして記憶が薄れるのが早いのでしょうか。既に凄く前のことのように思える。韓国の国民はまだ生産活動に素直に入れませんが、日本の我々は自分たちのチームが消えたのが早い分だけ、スイッチが早く切り替わってしまった感じ。しかし、何事につけつい数日前のことが随分昔のことのように思えるこのごろではないのでしょうか。なぜでしょうね。

土曜日には両親の関係で5時間ちょっとですが、今やマスコミの関心の的となった長野県に行って来ました。諏訪の人と話したり、地元の新聞を読んだり。

で分かったことは、東京の新聞社説などに「県民不在の県政混乱……」とあるのは嘘だと。聞けば聞くほど、話せば話すほど、圧倒的な数をもって田中康夫知事に不信任を突き付けたものの、それ以外には特に目立つところもない、日本の各県ならどこにもありそうな県議会と、自分の不信任案が議会を通ろうかという日にまるで結婚式の新郎のような白基調の背広を着て議会に現れた知事の組み合わせは、実は県民の「心模様そのもの」であり、対立も県民がある程度望んだシナリオ通りの展開の、しかしちょっと行き過ぎた形だったのではないかと。

両方とも県民が選んでいる。そしてこの組み合わせを選んだ県民に聞くと、「議員なん

てこれまで通り選んだ . . . . 田中さんはもうちょっと考えたけど、面白そうだったので . . . 」という説明が圧倒的だった。つまり、県民は二つの代表を使い分け、県知事には県議会議員にないもの、今までの知事にはないものを求めた。両方欲しかったのです。地味な県議と派手な知事を。

県議には着実な、今まで通りの安心できる県政を、しかし知事にはこれまでとは違った、何かワクワクさせてくれるパフォーマンスを求めたと言っても良い。両方欲しかった。そういう、アンビバレント ( ambivalent ) な心模様の結果としての選択だった。つまり、県民は最初からこの両者の対立を望み、仕組んだのです。悪く言えば欲張った。たった二人の副知事出身者が 20 年も 30 年も県知事をしていたという事情もあるかもしれない。しかし、改めて言いますが、この組み合わせを選んだのは県民です。

その結果、県政に対する関心は今までのどの時期よりも県内からも、県外からも高くなった。つまり、県民の思惑通りに芝居は進んでいたのです。別の言い方をすれば、県民の心模様の使い分けで生まれた議会と知事は、シナリオ通りの対立劇を演じさせられる環境に置かれた。別の言い方をすれば、知事と、あの知事を押しつけられた県議会は、県民に踊らされていたのです。県民不在どころではない。

何が県民の思惑を外れたかということ、もうちょっと大人だろうと思っていた主役の二人がどうにもソリが合わなかったことです。もともとソリが合わない主役を二人選んで「うまくやれ」というのは虫の良い話ですが、それについては県民はたかをくくっていた。しかし、田中康夫という人には上司を持った経験も、部下をもった経験も、ましてや行政経験もない。多くの人が指摘する実に特異な個性もあった。一方の県議には、地元のしがらみが絡みついている。よそ者がなんだという気持ちもある。

自分達 ( 投票者としての県民 ) の心模様の投影だから、これは結論が出ない。なぜなら、今でも長野県の県民の気持ちはアンビバレントなままだ、と想像されるからです。彼等は改革的安定、または安定的改革が欲しい。「改革」を知事に、「安定」を自分達に身近な県議会議員に求めている。だから、選挙をしてもこの対立が解消するとは俄には期待できない。何故それが分かるかというと、県民誰に聞いても、「どうなるんでしょうか」と。こっちが聞きたい。気持ちの整理もまだ出来ていない。かといって、彼等が深刻かということそんなこともない。仕組んだ芝居がうまく行き過ぎてちょっと困っている、といった風情。どだい県の政治は、身の安全に直ちに響くものではないのだ。

で私は思ったのです。県政の停滞とかいうが、県知事が空席になっても、県議会が機能しなくても、明日明後日に長野県が潰れるわけでもない。投票者たる県民が自らのアンビバレントな気持ちを整理して、どちらで行くのか決めるまでこの混乱は続くのだろう、と。権益以上に気持ちからしてアンビバレントなんだから、簡単に解決するわけではない。今でも世論調査すると、田中康夫の支持率が高い。ということは、彼的県議が出てくる可能性は低いだけに、対立の長期化を予想させる。県議的知事は、一人出てくれ

ば問題は解決する。しかし、県議は少なくとも60人はいる。これには時間がかかる。

一つだけ私が警告しておきたいのは行政と行政の長にアンビバレントな期待を寄せているのは、長野県の県民だけではないということです。日本の国民全部にそういうところがある。だとしたら、首相公選制が施行されて日本が今の県政のように二元政治システムになった場合、日本の政治が今の長野県のようになる可能性が十分にあるということです。議会（衆議院、参議院）も首相も選挙民の直接選挙の結果になる。しかし、それがアンビバレントな国民の心模様を直接反映して、極めて対立的構図だったら……と正直心配になるし、それは今の長野県を見れば現実味を帯びる。

実は小泉政権にもそう言うところがある。なぜなら、小泉さんという首相は、実は自民党员という限られた範疇ながら、“公選”の勢いで生まれた政権だからです。日本全部の国民にとって今の長野県の事態は他人事ではない、と思いました。

それでは、皆さんには良い一週間を。

《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》