

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1718号 2004年01月26日(月)

## 《 G7, next month 》

2月のG7の接近に伴って、外国為替市場の各通貨の動きは不安定になっている。これは今回のG7が、前回昨年9月の声明に盛り込まれた「flexibility」(為替の柔軟性 ドル安促進) 推奨を踏襲して終わるのか、それとも欧州サイドが強調し始めた「stability」(為替相場の安定 ドル相場の安定 市場インパクトとしてはドルの若干の反発) の方向に少しでも転換するのかが読み切れないからである。

ドル・円の過去二週間ほどの動きを見ても、108円に接近したかと思うと先週金曜日のニューヨーク市場では106円の水準を突破する円高となった。ドルの安値は105円の75銭程度。しかしその直後に、引けにかけてほんの短時間に1円ほど円安に動いて、ニューヨークの引けは106円75銭程度。動きは激しい。ドル・ユーロにしても、一端大きくドル高に動いて1.29ドル台弱から1.23ドル台に移行した後に1.27ドル台までユーロ高が盛り返し、先週の週末にはまた1.25ドル台にドル高方向で動くといった展開。

実際のところ、今回のG7が会の総意としてどちらの方向に動くかは今のところよく分からない面がある。市場もそう見ているから不安定だ。ただし、今回のG7の勢力主体を3者(アメリカ、日本、EU)と見るならば、筆者はそれぞれのスタンスはアメリカを除けば明確になりつつある、と見ている。

一番スタンスを明確にし始めているのはEUである。もっとも直近のところでは、フランスのメール財務相が24日に世界経済フォーラムが開かれているダボスで記者会見し、ユーロ高・ドル安に触れ「これは欧州だけの問題ではなく、世界の問題だ」としてG7の最重要議題になるとの見解を表明した。そして更に加えて「問題は為替相場の変動の激しさと速さだ」と指摘した。もう一方のEUの中心国であるドイツのクレメント経済労働相は自国の立場を明らかにする中で、「ドル安は独輸出経済にとって危険水域に近づいた」と懸念を示した。

この二人の発言はニュアンスにおいてやや異なる。フランスのメール財務相の発言は「水準よりも為替相場の変動の激しさ」を問題にしているように見える。一方で、ドイツのクレメント経済労働相のそれは、「輸出にとって打撃となりうる水準」を問題にし始めているように見る。

EUの中では、ユーロ高に関して「水準」を問題にするのか、「スピード（または変動）」を問題にするのかについて若干立場を異にする二つの勢力があって、今は拮抗しているように見える。しかしいずれにせよ、ユーロ高が進めば進むほど、この二つの勢力が抱く不満、その不満が生み出す行動の狙い、その影響力は一点に収斂する。「ユーロ高是正」「ドル反発促進」である。

言葉以上に行動でドル安の進行に異議を唱えているのは日本である。日本が特徴的なのは、行動はしているがなぜその行動をしているのか、貯まった外貨をどう運用しているかなどの説明に関する「言葉」が少ないことで、「言葉より行動が勝っている」点だが、その行動を見ればドル安・円高を強く嫌がっていることは分かる。

その結果は、昨年一年間で発表されている分で20兆円の外国為替市場でのドル買い・円売り介入累計だ。今年分については正式統計が出ていないが、市場の観測では今年これまでだけで（一ヶ月たたない期間で）5兆円とか7兆円とかいう数字が飛び交っている。もしそうだとすると、このままのペースでいけば今年の日本の介入総額は昨年の20兆円を大きく上回る。それは日本の通貨当局としても避けたいだろう。ということは、ドル安是正をEUと共同戦線を張って、G7共通の戦略にしたい。

### 《 want more stability 》

ドルを反発させたい、少なくともこれ以上のドル下落を避けたいという立場で一致点がある日欧にとって、最大の障害は世界の為替相場の動向に一番影響力のあるアメリカ政府の立場だ。その立場は二枚舌の面があって、表面的には「強いドル」を標榜しながら、一方で前回のG7声明に明らかなように「flexibility」という言葉を使って、為替市場での特定通貨（昨年9月の場合は人民元、副次的には日本円）の切り上げを企んでいる、と思われる。市場の今の読み筋は、「大統領選挙のある今年のアメリカは、まだ国内産業界にとってメリットのある特定通貨の切り上げに賛成だろう」というものだ。

そのアメリカの立場は、ブッシュ大統領が遊説に行く先での人民元に対する発言などに表れている。同大統領は依然として人民元に対しては「切り上がってしかるべきだ」という論理を展開している。つい先週もそうだった。そうすることが自分の選挙基盤を強めると考えている為だろう。問題は、それは選挙トークの面が強いとして、アメリカ政権内の通貨政策に詳しいプロ達が今のドル相場とその動きをどう考えていて、その人達の考え方がどの程度ブッシュ政権の今年の政策に反映されるかである。

アメリカにおいて、実務レベルの最高責任者として為替を語れるのは財務長官である。今ではスノー氏だ。為替の世界における彼の発言の重みはクリントン政権時代のルービン前財務長官の比ではないが、それでも重いことは重い。その彼のもっとも直近の為替に関する発言は、「強いドル」維持の重要性に関するものであって、為替の柔軟性に関するものではなかった。

今の為替市場を考える上で重要なのは、このニュースで何回も取り上げているが、「ドル安がもたらす具体的な、アメリカにとってのデメリット」がないことである。デメリットとは過去の例から言えば、

1. ドル安を起因とする国内インフレ率の上昇
2. ドル安見通しの強まりに伴うアメリカへの資本流入の減少
3. それに伴う債券相場の崩れ（金利上昇）や株価の下落
4. 政権の権威失墜、アメリカの国力減退の象徴としての受け取り

などである。今回の対ユーロを中心とするドル安局面には、以上のどの現象も顕著には見られない。インフレ率は低いままだし、9月に42億ドルに減少して懸念されたアメリカへの資本流入（ネットで見た証券投資）も11月には876億ドルに増加し、必ずしも当たっているとは言えない。債券相場も株式相場も強い。イラクでの戦争を戦い、そして最近ではフセインを拘束したブッシュについては、批判はあるが必ずしも権威が失墜したとは言えない。

問題は、ではアメリカが欧州や日本の声に耳を全く貸さないのか。また、ドルが下がり続けることを見逃して良いと考えているかである。テラー財務次官らの発言を見てみると、アメリカのサイドにもドルの下げに対して警戒的な見方があることが分かる。実際のところ、「強いアメリカ」を演出しなければならない今の段階で、各国の外貨準備の構成をよりユーロに傾かせるような為替相場の流れを加速するのは望ましくないだろう。また、アメリカとしても今後のイラクの復興などで、日本や欧州の支援が必要なはずだ。

アメリカとしては去年9月のG7の「flexibility」が一番ターゲットとした人民元に何も起こらず、結果としてもっとも柔軟に動いたのがユーロで、次が円だったというのは一つの反省材料だろう。今のところ筆者の考え方は、2月のG7では昨年9月の声明文は、やはりアメリカも賛成する形でかなり書き換えられるだろう、というものだ。昨年最後のG7の為替に関する声明文は以下の通りだった。

「We reaffirm that exchange rates should reflect economic fundamentals. We continue to monitor exchange markets closely and cooperate as appropriate. In this context, we emphasize that more flexibility in exchange rates is desirable for major countries or economic areas to promote smooth and widespread adjustments in the international financial system, based on market mechanisms.」

### 《 two more engines for the world economy 》

今の日本や欧州の立つ立場から見れば、この声明文に入るべき言葉としては、「stable」「stability」などが考えられる。トリシェ欧州中央銀行総裁はユーロ高に関して、「今のと

ころは「相場の安定」の必要性を強調しておきたい。為替の乱高下は困る」と述べている。同総裁は19日のG7に向けた戦略を話し合う域内財務相会談の直後も

**「Concerning exchange rates, our long-term strategy does not change: the euro must keep its value over the medium and long run, in line with economic fundamentals. In the present circumstances we particularly stress stability and we are concerned about excessive exchange rate moves.」**

と述べ、「stability」という単語を使っている。考えられるシナリオは、「flexibility」を狙いとする通貨をそれとなく分かるようにし、一方で「stability」の考え方を声明の何処かに入れる、というシナリオだ。この両方の単語を入れるのは難しいので、文意の中で今の為替市場は一部の通貨に関しては変化を促進し(人民元を念頭に)、一方では「過度な変動への抑制」(主にユーロを念頭に)をうたう、といったことも考えられる。「安定」とか「過度な変動への抑制」をうたった言葉入れば、日欧にとっては勝利である。また協調介入の可能性も高まる。

欧州が日本の介入を快く思っていないことは、その通りだろう。円は対ドルでは上昇しているが、対欧州通貨では大幅な円安になっている。日本の企業には、「対ドルでの円高でのマイナスを、対欧州通貨での円安が相殺してくれている」というところも多い。しかし、ヨーロッパとしてはアメリカを動かそうと言うところに、ことさら日本を敵に回すことはしないのではないかと。円高に加速がつけば、ユーロ高も進みやすくなる。一部の新聞が取り上げているほど日欧の対立が厳しくなるとは筆者は考えない。

日本は「安定」「過度な変動への抑制」などの言葉が入る、入らないにかかわらず、「大幅な円高は正当化できない。政府は活発に介入し、日銀も通貨ベースを拡大している」(黒田東彦内閣参与がダボスで述べた言葉)との日本の通貨当局のスタンスは変わらないだろう。介入は続くと言うことだ。この介入に加えて次回のG7の声明で「安定」に向けた文言が入れば、筆者はドルが対円でも反発する余地は出てくると予想したい。むしろその場合には、ドル反発はより大きく対ユーロで起きることになるだろう。

過去二週間続けたインドに関する特集の関連で言うと、先週はムーディーズ・インベスターズ・サービスがインド政府の外貨建て債務の格付けを今までより一段階上げてBaa3にした、というニュースがあった。「Baa3」というのは投資グレード。今まではインド政府の外貨建て債務への投資は「speculative」(思惑的)だったのが、国際的な投資家も動ける投資グレードになった。

同じグレードにはロシア、カザフスタン、クロアチア、エルサルバドルなど。それほど高いとは言えないが、「投資グレード」になったというのは大きい。インドは1000億ドルの外貨準備と、それにほぼ等しい対外債務を抱えていると言われているが、対中国、対

米の外交関係を改善する中で、資金調達で新たな手段を手にしたと言える。

二回のインド特集をしながら思ったのは、インドが10億の人口を抱え、その一步手前に行く中国は13億の人口を抱えている、というのが重要なポイントだ、ということである。つまり両国を合わせたら合計23億人である。世界人口を63億人とすると、この二つの国で三分の一以上を占める。

その23億を抱える二つの国の成長率がともに8%とか9%の高い水準に達している。二つの国の経済規模を合わせても日本の5兆ドル（アメリカは10兆ドル）に達しない。しかし、合わせて3兆ドル程度には達していると思われる。その二つの人口大国が経済大国への道を本格的に開始し、成長率が8%を超えるところにある、というのは大きなインパクトなんだろうと思うわけです。

中国一国がインフラ整備を急ぎ始めただけで、世界の海運相場は急騰し、世界の鉄鋼価格は上昇し、アメリカの穀物は需給逼迫し、石油価格も上昇した。加えて私が見たインドのデリーやムンバイの建設ラッシュが持続するなら、世界は非常に大きな需要ファクターを抱えたことになる。中国では非常に豊かな階層と言え、せいぜい7000万人と言われる。しかし、この数は凄まじい。また上海の所得は年間4700ドル前後にも達するとされる。

仮に23億のうち5%が豊かになっただけで、日本の高い所得の消費者の数を上回る消費者が生まれたことになる。イラクでの戦争、アメリカ経済の減速懸念、欧州の景気回復の遅れ等々、世界経済に対する懸念はいっぱいある。しかし、私が今年の世界経済に弱気になれないのは、この二つの国の存在がいつも頭にあるからである。

今週の主な予定は以下の通り。

26日(月)	12月貿易統計 日銀定例支店長会議
27日(火)	12月企業向けサービス価格指数 米FOMC(～28日) 米1月コンファレンスボード信頼感指数
28日(水)	米12月耐久財受注 米12月新築住宅販売 米12月中古住宅販売
29日(木)	12月鉱工業生産(速報) 米4Q雇用コスト指数
30日(金)	12月完全失業率 12月家計調査(勤労者世帯) 1月消費者物価指数(東京都区部) 12月消費者物価指数(全国)

10-12月消費動向調査

米4Q GDP (速報)

米1月シカゴ購買部協会景気指数

米1月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報)

### 《 have a nice week 》

寒い週末でした。日曜日は遅く起きたので、なにげに大阪の女子マラソンをずっと見ていたのですが、スタートの競技場の温度が3.7度。しかも風があった。寒いだろうな、と。ですから選手の多くが指先の手袋とは別に腕を覆っていた。あれでずいぶん違うのでしょう。頷けました。最初全員のペースが遅かったのでどうなるかと思っていましたが、試合としては面白かった。坂本さん1時間30分を過ぎてからのスパートは見事でした。日本の女子マラソン界に新星の誕生といったところでしょうか。

夜からのテレビで彼女が生で出てきましたが、スタジオでの表情を見ていたら、まったく緊張していない。レースもそうだったそうで、実際もそうですがなかなか“大器”の印象がしました。

ところで、インドでは観光もしました。主な狙いではなかったのですが。代表的な観光地では、アグラ(タージマハール、アグラ城など)とジャイプール(ピンクシティー)でした。両方とも写真で見たことがありましたが、美しさでは前者が写真を上回り、後者は写真を下回る、といったところでしょうか。特にピンクシティーはどうかな、と思える代物だった。

地図で見るとこの二つは近くにあるような印象を受けるのですが、実際にはかなり離れていて、自動車で飛ばしに飛ばして5時間はかかる。だから、3日にアグラにデリーから4時間かけて行ってタージなどを見て、そこで一泊して次の日にジャイプールに行く、というスケジュール。もうおしりが痛くなるほど車に乗りました。

タージマハールは、迫力がありません。美しいのに加えて、今の数倍上回るであろう往事の美しさが忍ばれるからです。建設物としても秀逸で、よく考えられていると思いました。これを最初に見たイギリス人が何を考えたか知りたかった。ジャイプールは「ピンクシティー」の名にちょっと恥じる。確かにピンクに統一されているのだが、ピンクという色から想像される艶めかしさはなく、喧噪と猥雑さの集積のような街です。しかしこれも、「往事はなんと素晴らしい城だっただろう」と思わせられるものが多い。

象なるものにも乗ってみましたが、あれはなかなかスリリングです。登りのと下りの象同士が喧嘩して、昨年だかに日本人が一人死んだそうで、リスクもある。崖っぐちの細い道をいくのですから、象同士が喧嘩したらそりゃ上に乗っている人はひとたまりもない。まあ、良い経験ではあります。

それにしても、インドは売り子がうるさい。どこにでもいて、何か買わせようとする。

日本語もかなり話す。片言ですが。これに一度声を掛けるとどこまでも着いてくる。声を掛けないと悪いような気がするが、旅程を変えたくないと思ったら無視することです。

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 (E-mail [ycaster@gol.com](mailto: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》