

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1720号 2004年02月09日(月)

《 compromise language 》

今週号の主なポイントは以下の通りです。

1. 米フロリダで週末に開かれた G7 は、9月のドバイ会合から声明に入った「為替レートの柔軟性 (flexibility in exchange rates) 希求」と同居する形で「為替レートの過度な変動と無秩序な動きは望ましくない (Excess volatility and disorderly movements in exchange rates are undesirable)」との立場を表明した。その内容はともかく、文言上では事前の市場予想より G7 としての合意の度合いは高かったと言える
2. 「為替レートの柔軟性」を声明の中に残したいアメリカと、ドル安・ユーロ高の行き過ぎを懸念して、それへの懸念表明とユーロ高の是正、少なくとも同通貨の一段高は避けたい欧州の立場の両方を、声明の論理的整合性を無視して入れた形。従って声明は、「過度な変動と無秩序な動き」を是正する具体的方法には触れていない。つまり今回の声明は、欧州サイドの介入などを見るまでは弱い
3. 日本は声明の「為替レートの過度な変動」への警告で「(我が国の) 一段の円高阻止意向は入った」と主張するだろう。そういう面が全くないわけではないが、会議後の欧州サイド参加者の意見を聞く限りでは、日本はこの会議の「明確な勝者」ではあり得ない。日本の否定にもかかわらず、「為替レートの柔軟性」の対象には円も入るとの見方が市場では強く残ろう
4. 繰り返すが、G7 声明は「為替レートの過度な変動と無秩序な動き」を回避する為の具体的な方策には全く触れていない。米国が現在のドル安傾向に強い懸念を持っていない以上、少なくとも当面は G7 後も対円でのドル安圧力はなくなると見られる。そうした環境下では、日本の通貨当局の介入での孤軍奮闘は続くだろう。アメリカのドルが上がるのは、米金利の上昇が始まってからだ

G7 声明の枢要部分の全文は以下の通り。

The global economic recovery has strengthened significantly since our meeting in Dubai and risks have diminished. Growth projections for 2004 have been

revised upward to their highest in three years. Fiscal and monetary policies have helped bring about these welcome changes.

Yet much more remains to be done. The pace of growth among our economies remains uneven. In our Agenda for Growth initiative, we emphasize supply-side structural policies that increase flexibility and raise productivity growth and employment.

Today we released a progress report on our Agenda for Growth. This Agenda and sound fiscal policies over the medium-term are key to addressing global current account imbalances. We outlined strategies for sustained medium-term fiscal consolidation as economies recover. International trade is vital; we call for further efforts and for countries to take the steps to resume the Doha Round, which is pivotal to global growth and the alleviation of world poverty.

We reaffirm that exchange rates should reflect economic fundamentals. Excess volatility and disorderly movements in exchange rates are undesirable for economic growth. 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 that lack such flexibility to promote smooth and widespread adjustments in the international financial system, based on market mechanisms. (あと省略)

《 Japan is not a winner 》

この声明で一番注目されるのは、昨年9月のドバイ G7 声明にはなかった「為替レートの過度な変動と無秩序な動きは経済成長にとって望ましくない (Excess volatility and disorderly movements in exchange rates are undesirable for economic growth)」という文章が入ったことだ。その文章を抜くと、ちょうど昨年9月の G7 声明の為替に関する部分になる。つまり、その部分を今回挿入したのである。

G7 が為替レートの変動に関して不満を述べるのは、1999年4月26日以来。その時の G7 声明は「avoid excess volatility and significant misalignments of exchange rates.」と述べていた。ユーロ相場は1ユーロ = 1.0590ドルで、つまり当時は「大幅な歪み (significant misalignments)」とされたユーロ安への警告だった。

今回も、直接的には「過度な為替レート変動への警告」は「ヨーロッパの立場への配慮」になっている。声明を読む限り、ヨーロッパは今回の G7 の勝者である。筆者は1月26日号のこのニュースで

『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。』

との見方を示しておいたが、その見方が大方当たったことになる。しかし、一般的な市場関係者の見方は、アメリカの抵抗で今回声明の挿入部分（過度な変動への警告）は、声明には入らない、というものだった。

アメリカがこの一文の挿入に賛同したのは、イラク、アフガニスタンなどアメリカが抱える数多くの問題で、将来はヨーロッパ諸国の協力・参加が不可欠だと考えたからだろう。今回の G7 声明は国名としてはイラクとアフガニスタンに触れ、「中東広域での経済成長の強化にかかわる関心を共有する」とうたっている。だから欧州には折れた。

客観的に見ても、ユーロの上昇ペースは速すぎるとアメリカは見た可能性が高い。アメリカが上昇させたいのは、人民元である。この文言が入ったことに関しては、イタリアの蔵相などは、「完璧な声明だ」と満足の意を表明している。この声明を持って欧州のユーロ高に対する懸念ははっきりと残ったし、仮に将来一段とユーロ高が進んだ場合には、その是正（介入などによる）でアメリカの支援を取り付けうる可能性が高くなった。

日本政府は「過度な変動への警告」を持って、「日本の要求が入れられた」と言うだろう。G7 後の記者会見で谷垣財務相は、「日本の円は柔軟性の対象となる通貨には入らない」と述べて、「（円は）過度な変動への警告」の対象になる通貨だとの見方を表明している。しかし、これは会議全体の流れからは外れている。G7 後の記者会見で欧州中央銀行（ECB）のトリシェ総裁は、

「The various currencies that are not flexible will recognize themselves. There is not only one, there are quite a few.」（柔軟性のないいくつかの通貨の国は、自らそれを悟るべきだ。たった一つではなく、数多い）

と述べている。「not only one」の部分は「中国のみではなく」と意味を取るのが自然だし、「それだけではなく多くの国」と言っている部分には、日本が入ると考えるのが自然である。欧米の新聞を読むと、「flexibility」の対象通貨国として、中国と並んで日本を挙げる向きが多い。私が見た限りでは、ウォール・ストリート・ジャーナルやニューヨーク・タイムズなど。中国だけを挙げている新聞は数少ない。それが今回の声明に対する世界の自然な受け止め方だと言える。

「柔軟性の要求」と「過度な変動への警告」が同居する奇妙な声明は、その実効性の上

で市場に語りかける力は弱い、と考えるのが自然である。加えて、「過度な変動と無秩序な動き」を具体的に是正する方法には触れていない。アメリカは今のところ市場介入する意図はないと思われるので、今回の声明の「警告」は建前の域を出ない。

ということは、対ユーロで一段とドル安が進んだ場合には欧州中銀単独や ECB と FRB の協調介入の可能性は以前より多少高まったものの、円に関しては日本の通貨当局の孤軍奮闘が続く、ということになる。もちろん、G7 直前の不安感（欧州などからの批判）は消えたので、日本の通貨当局が思い切った介入を出来る、ということは予測出来る。実際に、日本の通貨当局はいつかの時点で、市場を驚かすような介入を行うだろう。しかし、それは協調介入にはならない。よって、長期的な実効性は低いだろう。かつて日本の単独介入だけで市場の流れが反転した例は少ない。

声明には日本の介入に対する非難めいた言葉は、特にない。アメリカは、日本の介入獲得ドルを引き受けている、債券を買って貰っているという関係にある。イラク問題で支援を得ている日本をことさら困らせることはない、とアメリカは判断したのであろう。

しかし、会議後の各国蔵相の発言を聞いていると、日本の通貨政策に関しては、「為替市場の歪みがユーロに押しつけられている」と、かなり不満が強かったように思える。その対日不満は内向した。

《 risks have diminished 》

G7 の世界経済に対する認識は、大きく好転した。前回 9 月のドバイでの G7 声明と、今回のフロリダ G7 の声明を比較するために、ともに掲載してみる。

「Recent data indicate that a global recovery is underway. Equity markets have rebounded, confidence has increased, financial conditions have improved, oil prices are expected to remain stable and inflation is under control.」(前回のドバイ声明)

「The global economic recovery has strengthened significantly since our meeting in Dubai and risks have diminished. Growth projections for 2004 have been revised upward to their highest in three years. Fiscal and monetary policies have helped bring about these welcome changes. (今回のフロリダ声明)

前回の「世界的な回復が進行しつつある」が、今回は「ドバイ以来、世界の経済成長はかなり力強いものになった」となり、加えて「リスクは縮小した」となった。世界経済は危機段階を完全に脱した、と言っているに等しい。「2004年の世界経済成長見通しは、過去3年間で最高のところにまで上がった」とも述べている。

アメリカが4%前後の高い成長率を続け、日本の成長率が上がってきて、加えて欧州の

回復の兆しが見え、中国とインドが高い成長を続けている中では、G7 が楽観的になる理由は十分にあると思える。

それにも関わらず G7 として「もっと出来ることがある」とした部分は

- 1 . 参加国間における成長ペースの不均衡是正
- 2 . 成長戦略において柔軟性を高め、生産性と雇用を増進させるサプライサイドの構造改革路線の推進

となる。欧州に成長率の引き上げと日欧に構造改革の増進を呼びかけている、と読める。一方アメリカの双子の赤字に関しては G7 の議論の中で各国から是正要求が出たはずである。これに対してアメリカは、財政赤字については時間軸を示して縮小を約束して、場は収まったと見るのが自然である。対外収支の赤字に関しては、ドル相場の水準との関係から、各国の議論は深まらなかったと見る。

このニュースで何度も述べているとおり、今年の世界経済は政策サイドに大きなミスがなければ、順調な成長路線を辿ることになるろう。今回の G7 声明はそのことを確認したと筆者には見える。

今週の主な予定は以下の通りです。

2月09日(月)	1月マネーサプライ 1月景気ウォッチャー指数 12月特定サービス産業動態統計 12月卸売在庫
2月10日(火)	1月月次消費動向調査 12月家計調査(全世帯) 1月工作機械受注
2月11日(水)	東京株式市場休場(建国記念の日) 米FRB議長が下院議会証言
2月12日(木)	1月企業物価指数 12月国際収支 12月機械受注 米1月小売売上高 米12月企業在庫 米1月財政収支
2月13日(金)	12月法人企業動向調査 12月鉱工業生産(改定) 日銀営業毎旬報告

米 1 2 月貿易収支

米 1 月輸入物価指数

米 2 月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報)

米 F R B 議長が上院銀行委員会で議会証言

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土日とも外出しましたが、春を感じる週末でした。まず夜明けがかなり早くなった。次に、日差しが徐々に明るく、強くなってきている。まあ 2 月も中旬に近づいていますから、春も近いということです。今年は花粉もいつもの年よりは少ないようで、そういう意味では花粉症持ちの人間(私もそうですが)にとっては、良い春になるかもしれない。

ところで冬も終わりということで、日本でも大ヒットしていて NHK の総合でも春の放映(4月3日スタート)が決まった韓国のテレビドラマ「冬のソナタ」が DVD で手に入ったので最初から最後まで全部見ました。土日のかなりの部分を潰して、合計 20 時間近くかかった。長いんです。途中で「もういい加減にして……」と思いながら。

まあ私の印象なのですが、画面の作り、登場人物、カメラワークなどいろいろな点から見て、日本で言う「昼の連ドラ」だと思う。湖の撮影なのに、湖面が動かなかったり、おかしいところもいっぱいある。俳優もそれほど演技がうまい、とは思わない。じっとして、それをずっと写すという場面が多い。良かったのは音楽かな。もの悲しい。

私が興味を持ったのは、このドラマに恐ろしく人気が出て、日本の中年女性などが虜になっている、と聞いたからです。日本だけではなく、アジア各地で。主役の二人が歩く湖畔の並木道には観光客が殺到しているという。「このドラマは、今の日本では出来ない」と思いました。結局何に訴えているのかというと、「初恋願望」にではないか、というのが私の結論です。「初恋」は、みんな懐かしい。音楽も「初めて」というのです。

韓国の映画では「ラブストーリー」というのが今来っていて、先日銀座のシャンテに別の映画を見に行ったら凄い人でした。9割が女性。私はこの映画はまだ見ていないのですが、見た人によると、ストーリーの中でやはり親の世代が大きな役割を果たしているという。「冬のソナタ」もそうです。親たちの果たしている役割が分かった段階では、このドラマはちょっと滑稽になるのですが、それ以上言わない方がいいでしょう。皆さんに勧められるか、というところかな。長すぎますからね。「ラブストーリー」はどうか知りませんが。

最近見た映画では、「ビッグ・フィッシュ」(試写段階の映画、連休後に一般公開)とか「シービスケット」「ミスティック・リバー」などが良かった。

それでは、皆様には良い一週間を。中日が休みですか。

《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)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》