

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1824号 2006年04月24日(月)

《 Don't Blame Just Us 》

「原油高への対応」(需給と投機資金の流れが決める)

「人民元改革」(中国が決める)

「長期金利の上昇抑制」(市場が決める)

という、それぞれ先進七カ国財務相・中央銀行総裁(G7)会合が何ら決定権を持たない問題と取り組まざるを得ないと思われた今回のワシントン G7。この三課題のうち、G7 が声明でも取り上げたことを明らかにしたのは最初の二つでした。

しかし結果は予想通り「単なる呼び掛け」「具体的な措置なし」でした。そういう意味では、この G7 会合が世界の市場に与える影響は小さいように見える。これは予想通りでした。長期金利の問題を声明が扱わなかったのは、原油高、人民元改革以上に対応の仕方が難しいし、「誰に呼び掛けたらよいのか分からない」という、気軽には扱えない問題だったからだろう。G7 の会合の中で、各国財務相・中央銀行総裁の間での議論になったことは間違いない。

しかし、今回の G7 には今まで見られなかった様々な工夫、仕掛けが見られる。それが今後の市場や世界経済運営に大きな影響を与えるのかどうか、出席した G7 諸国やサウジアラビア、中国、ロシアなどの国々における経済政策の方向性にどのような影響を与えるのかは不明だ。しかし、その工夫はここに記しておく必要があると思うし、その仕掛けのある意味での大きさ故に、週明けの外国為替市場ではシドニー市場でドル・円相場を 115 円 32 銭という最近ではあまりお目にかからなかったドル安・円高相場に誘導したと思う。その工夫とは

1. この G7 会合の当日朝に主催国であるスノー財務長官がご当地の新聞であり、世界的にも注目されているワシントン・ポストに「Don't Blame Just Us」(ただ私たちだけを責めないで)という考えによってはアメリカの権威喪失を自ら認めるような、しかし他国にも(不均衡是正での)責任分担を求める文章を寄稿した
2. その寄稿文をそのまま踏襲するような形で、今回の G7 声明には「GLOBAL IMBALANCES」と題された付属文書(ANNEX)が付帯され、その付属文書はほぼスノー長官のワシントン・ポストでの主張をそのまま取り入れたものとなった。事前の根回しの存在を感じさせる

3 . 声明本文の最初にその狙いが必ずしもはっきりしない一文が付加された。これまでの G7 声明は、その本文の第一パラで世界経済についての「現状分析」をするのが常だが、今回は「We, Ministers and Governors, met today and resolutely reaffirmed that openness and globalization are beneficial in promoting economic prosperity and reducing poverty. 」(全文はあとで掲載)で始まる一文を加えた

ことだ。この一見風変わりな、今まで見掛けたことがないような G7 の仕掛けが、今後の世界経済運営にどのような変化をもたらすかは必ずしもつまびらかではない。しかしテクノートとしておく必要があるとも思う。少なくとも、「ドル安ムード」を一時的には高めたことは明らかである。それは今朝の外国為替市場の動きでも明らかだ。

最初にスノー財務長官のワシントン・ポストへの寄稿を原文のまま掲載する。今回の号は英語の原文が長くなるが、資料としても残して頂ければ幸甚だ。

Don't Blame Just Us

By John W. Snow

Friday, April 21, 2006; Page A23

This weekend finance officials from across the globe will gather in Washington to discuss the opportunities and challenges facing the international economy. The outlook is strong, with 2006 set to be the fourth straight year of above 4 percent global growth -- the first time that has happened since the early 1970s. And this prosperity is widespread, with signs of solid growth in Japan and the beginning of a recovery in Europe.

But it's when times are good that we must be especially vigilant in looking for clouds on the horizon. Today the International Monetary Fund is hosting a conference on global imbalances, the popular catchphrase for the capital and trade flows that have resulted from uneven regional growth, inflexible exchange rates and some regions' overdependence on exports -- especially to the United States -- to fuel their growth.

This isn't a new topic for finance officials, but I would hope that today will be the start of a more comprehensive phase of the discussion, pointing to real action. Too many discussions of this topic have labeled the United States the sole cause of, and solution to, the challenge. For example, if only the United States would take more aggressive action to address its fiscal deficit -- read: raise taxes -- the

argument goes, then global imbalances would disappear without affecting anyone else.

This narrow view ignores two important points. First, while fiscal policy is a powerful tool for domestic economic policy, it's a poor one for addressing external imbalances. Second, an eventual move to a current account balance in the United States would require a reduction in the current account surpluses everywhere else.

Now that the U.S. economy is growing strongly, the Bush administration is on track to cut the deficit to a projected 1.4 percent of gross domestic product by 2009. Today's deficit, at 2.6 percent of GDP, is below the 40-year historical average and well below the fiscal deficits of major economies in Europe and Asia.

Reducing the budget deficit is good policy, but history and empirical research show that cutting the U.S. fiscal deficit is unlikely to have a meaningful impact on the U.S. current account deficit. Between 1996 and 2000, the U.S. federal fiscal balance moved from a deficit to a surplus, yet the current account deficit increased from 1.6 to 4.2 percent of GDP. Nor is the U.S. experience unique: Analysis of 13 advanced economies over the past 20 years suggests that there is no statistical relationship between fiscal balances and current account balances.

More formal analyses by the Federal Reserve and the IMF cast further doubt on the relationship between fiscal deficits and the current account. The Fed study found that reducing the fiscal deficit by 1 percent of GDP would shave just 0.2 percent of GDP from the U.S. current account deficit. A similar IMF study suggests that the effect would be 0.4 percent of GDP. Even using the IMF's larger estimate would imply that bringing the federal budget into balance would only reduce the current account deficit from the present 7.0 percent of GDP to 5.9 percent. Yet this small adjustment would probably come at significant cost: The IMF study suggests a five-year loss of more than \$300 billion in U.S. output and thousands of jobs, while the Fed study suggests much higher costs. Clearly it is important to sustain good U.S. growth rates while addressing the current account.

Addressing global imbalances is a shared responsibility. The United States is doing its part -- we have adopted policies to reduce our fiscal deficit and increase national savings -- but the other major economies must do their parts as well.

Many countries have become completely dependent on exports to the United States for their economic growth. These and other countries, in Europe, Asia and elsewhere, should address this question: What is being done to prepare for an eventual reduction in U.S. relative demand for imports, which would be a part of the adjustment? Their answer should include increasing the flexibility of their economies and expanding their potential for domestically led growth. Doing so would provide major benefits to the global economy and a basis for sustainable growth.

The U.S. current account deficit reflects relatively low investment in many other countries as capital seeks higher returns in the fast-growing U.S. economy. For major economies in Japan and Europe to attract more capital for investment at home, they must undertake structural reforms to modernize their product, labor and financial markets and raise their potential growth rates. Likewise, financial reforms in emerging markets can boost domestic investment and increase the efficiency of asset allocation.

Emerging Asia, and China in particular, should adopt policies to rebalance their growth, moving away from dependence on exports by promoting increased domestic consumption. A key element of this process must be the adoption of more flexible exchange rates, to allow for a gradual adjustment of these economies. Higher investment in oil exporters is also needed, not only to boost domestic demand but also to increase oil production capacity and thereby reduce the price volatility that threatens medium-term global economic growth. And we must continue to reduce trade barriers.

With global growth strong, now is the time for all nations to take on the challenge of imbalances. Today's conference provides an opportunity for my colleagues and me to begin an intellectually honest debate on the responsibility we all share.

《 shared responsibility 》

スノー財務長官がワシントン・ポストに寄稿したことを掻い摘んで記すと以下のようになる。

1. アメリカの巨大な対外収支の赤字に象徴される「世界的不均衡」(global imbalances)に関わる議論は、これまであまりにも「もっぱらアメリカの責任」「アメリカが増税するなど財政赤字の削減」に努めれば、世界的不均衡の問題は霧散す

るとされてきた

- 2 . しかしそれは違う。財政政策は有力な経済政策ツールだが、対外収支不均衡の是正にはあまり効果のない (poor) 政策であり、これは連邦準備制度理事会 (FRB) や国際通貨基金 (IMF) の調査でも判明している。つまり、アメリカの巨額赤字に象徴される世界的不均衡はアメリカだけの責任ではない
- 3 . 世界的不均衡の問題は、各国や各地域での成長率格差、柔軟性に欠ける為替制度、一部地域の輸出、特に対米輸出への過度な依存によって生じており、それは「連帯責任」「分かち合うべき責任」(shared responsibility) である
- 4 . だから「アメリカだけを責めるべきではない」(Don't Blame Just Us) のであって、他の主要経済国もアメリカと同様に、それぞれの役割を果たすべきである。役割とは、各国経済における柔軟性の増大、内需主導経済の潜在力拡大などである
- 5 . 具体的には、日本や欧州などの主要国が国内投資を促進するためには、製品、労働・金融市場の近代化の為に構造改革を推進し、潜在成長力を引き上げねばならない。同様に、途上国は金融改革を通じ国内投資を増進し、アセット・アロケーションの効率性を高めなければならない
- 6 . 経済的に台頭しつつあるアジア、特に中国は、輸出依存から脱却し、国内消費促進の方向に成長力をリバランス (成長の主軸の置き換え) する政策を採用しなければならず、このプロセスにおいて重要な条件は「より重要な為替制度を採用し、自国経済の着実な調整」を図ることである
- 7 . 加えて石油輸出国での投資増大は、国内需要増大ばかりでなく、石油生産能力の増大のためにも必要であり、それは「中期的な世界経済の成長を妨げかねない価格乱高下の危険性」を低下させる

つまり、「世界的不均衡」の問題は一人アメリカの責任ではなく、皆(日本、ヨーロッパ、中国など途上国、産油国など)の共通責任である、というのである。この認識をそのまま受け継ぐように、今回の G7 には以下のような付属文書が付いている。この付属文書は日本の新聞では余り注目されていないが、筆者はこの文書こそ今回の G7 の一番の目玉だと思っている。なぜなら、ここにこそ各国が背負っている責任やなすべき事が書かれているからである。少し長いがその付属文書をそのまま掲載する。米財務省のサイトから採用したものである。

ANNEX: GLOBAL IMBALANCES

April 21, 2006

We, Ministers and Governors, reviewed a strategy for addressing global imbalances.

We recognized that global imbalances are the product of a wide array of macroeconomic and microeconomic forces throughout the world economy that affect public and private sector saving and investment decisions. We reaffirmed our view that the adjustment of global imbalances:

Is shared responsibility and requires participation by all regions in this global process;

Will importantly entail the medium-term evolution of private saving and investment across countries as well as counterpart shifts in global capital flows; and

Is best accomplished in a way that maximizes sustained growth, which requires strengthening policies and removing distortions to the adjustment process.

In this light, we reaffirmed our commitment to take vigorous action to address imbalances. We agreed that progress has been, and is being, made. The policies listed below not only would be helpful in addressing imbalances, but are more generally important to foster economic growth.

In the United States, further action is needed to boost national saving by continuing fiscal consolidation, addressing entitlement spending, and raising private saving.

In Europe, further action is needed to implement structural reforms for labor market, product, and services market flexibility, and to encourage domestic demand led growth.

In Japan, further action is needed to ensure the recovery with fiscal soundness and long-term growth through structural reforms.

Others will play a critical role as part of the multilateral adjustment process.

In emerging Asia, particularly China, greater flexibility in exchange rates is critical to allow necessary appreciations, as is strengthening domestic demand, lessening reliance on export-led growth strategies, and actions to strengthen financial sectors.

In oil-producing countries, accelerated investment in capacity, increased economic

diversification, enhanced exchange rate flexibility in some cases.

Other current account surplus countries should encourage domestic consumption and investment, increase micro-economic flexibility and improve investment climates.

We recognized the important contribution that the IMF can make to multilateral surveillance.

一読して、「shared responsibility」などスノー財務長官のワシントン・ポスト寄稿文の文言がまったく同じ形で使われていることに気が付く。つまり、スノー財務長官の寄稿は、その日に集まってくる各国財務相・中央銀行総裁に賛同を得るために仕組まれた形で出されたことが分かる。むろん、根回しも行われていたのであろう。

下線を引いたところが、アメリカを含めて各国が課された課題である。この中でアメリカ（財政健全化、義務的支出への取組、民間貯蓄増強による国家的節約・貯蓄の増進）、ヨーロッパ（労働市場、製品、サービス市場の柔軟性増大の為の構造改革、それに内需主導の経済成長促進の為の措置）、日本（構造改革を通じての健全な財政と長期的な成長持続を前提とした成長）は、特に目新しいものではない。その証拠に、この先進諸国に対する要望は「further action is needed.....」という形で文章が始まっている。「今までも取組が行われてきたが、一層（further）必要」という形だ。

この付属文書が一番言いたかったのは、「In emerging Asia, particularly China,」だったに違いない。付属文書は以下のように述べる。

「台頭しつつあるアジア、特に中国では、必要な通貨切り上げを可能とし、同時に国内需要の増大、輸出主導成長戦略への依存削減、それに金融セクター強化措置の補完の為には、為替制度の柔軟性増大が決定的に重要である」

と記している。付属文書がもっぱら中国を念頭に置いて作られたものであることは、G7後の各国出席者の発言にも示されている。付属文書は当然日本やアメリカにも課題を課したが、22日にスノー財務長官と谷垣財務相の会談ではそれぞれの国に課された課題はそっちのけで、「米国の経常収支の赤字など世界経済の不均衡問題を解消するために、中国に人民元相場の一段の柔軟性を求める」ことで合意したとサンケイ新聞は報じている。

これだとまるで「アメリカの赤字 = 中国の人民元の問題」といった図式である。「中国の対米輸出の9割はアメリカが既に生産していないものであり、アメリカが中国から輸入しなくてもどこかの国から買わねばならないもの」という胡錦濤の正当な指摘には全く知らん顔である。

G7の声明本体にも特色が一つある。それは、毎度の世界経済に対する評価、石油産出国

と消費国の対話促進、それに為替市場に対する常套文句（その中での中国への言及）の前に、変わった一文があることである。その一文を含めて G7 声明本文の最初の 4 パラグラフを掲載する。

We, Ministers and Governors, met today and resolutely reaffirmed that openness and globalization are beneficial in promoting economic prosperity and reducing poverty. These benefits are most effectively realized with sound economic management and supportive policies for those whose welfare is adversely affected. We committed to: strengthen economic policies in our countries; work together to remove distortions to the global adjustment process; resist protectionism and promote liberalization of trade and investment including an ambitious outcome from the Doha Development Round; and modernize the international financial institutions.

The strong global economic expansion continues into its fourth year and the outlook remains favorable, supported by improved macroeconomic policies in many countries as well as benign financial market conditions. Inflation remains contained despite high oil prices and global trade growth is buoyant. Yet risks remain from oil market developments, global imbalances, and growing protectionism. We underscored that global economic adjustment is a shared responsibility.

We are strengthening the dialogue between oil producers and consumers to further improve market transparency through the release of more complete and timely data on production, consumption and inventories, and for clear reporting of oil reserves. We urge investment in exploration, production, energy infrastructure, and refinery capacity. Investment is crucial and oil producing countries should provide open and secure investment environments to enable market participants to meet pressing needs. We remain committed to greater energy efficiency, conservation, and diversification, which will improve the balance between supply and demand.

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. Greater exchange rate flexibility is desirable in emerging economies with large current account surpluses, especially China, for necessary adjustments to occur.

正直言って、第一パラの文章が何を具体的に言っているのかよく筆者には分からない。

「openness and globalization」が誰を相手に語りかけているのかと言えば、中国のような気がするが、産油国に語りかけているようにも見える。しかし、多分前者だ。

《 Washington accord targeting China 》

一連の文書を読んでいて、筆者は一つの「仕組まれた意図」を感じた。それはアメリカによる国際的な「中国包囲網」、または「人民元切り上げシフト」の仕掛けである。

現在のアメリカの貿易赤字が巨額であることは、1985年のプラザ合意の時と似ている。その時はドルの全通貨に対する下落という形で為替調整が進んだ。それがプラザ合意の意図したものだったからだ。

しかし、今回はアメリカがドルを大きく落ちることを誘発することはできない。ドルの下落を臭わせれば、アメリカへの資金流入は、少なくともドルに下落不安がある間は著しく減少する。資金の流入が顕著に減少すれば、アメリカの長期金利は著しく上昇する。少なくともアメリカはそう考えていると思われる。その場合には、アメリカの成長力が著しく低下する。国力の衰退を示すようなドルの下落、経済の成長力低下は、中間選挙を控えた今年のアメリカには受け入れ難い。だから、アメリカはもっぱら議論の焦点に人民元を置きたがるし、今回のG7は大きな方向性をその方向にもっていったと思われる。そしてそれは、文書のレベルでは成功した。円高が嫌なのは日本もそうなので、「中国を悪者にする」という戦略は、先進国の多くから支持されたと考えられる。

しかし、アメリカの巨額赤字に示される世界的な不均衡を是正するためには、プラザ合意の時のような「ドルの全面的調整」が必要と考えているエコノミスト、国際機関は多い。例えば先週IMFはドル相場調整の必要性を強調した報告書を出した。

それを報じたFTの記事は以下のようになっていた。

「The International Monetary Fund on Wednesday stepped up the pressure for far-reaching shifts in exchange rates, declaring that the dollar will have to depreciate “significantly” over the medium term if global economic imbalances are to be resolved in an orderly fashion.

In its clearest statement to date on this highly-charged subject, the IMF said it was essential that currencies in Asia and of oil exporters were allowed to appreciate as part of the required “realignment of exchange rates”. But it shied away from giving any specific figures as to the extent of appreciation required.

The statement came in the IMF’s twice-yearly World Economic Outlook, published on Wednesday, which highlighted global imbalances as the biggest threat to what was otherwise an “unusually favourable” economic environment.

It said global growth had been surprisingly robust in late 2005 and raised its estimates from September for 2006 and 2007 by 0.6 percentage points and 0.3 points to 4.9 per cent and 4.7 per cent respectively. This year is set to be the fourth in a row in which global growth has exceeded 4 per cent.」

もっともこの文章を読むと、アメリカとIMFの違いは焦点の置き方の違いという見方も出来る。FTは最初に「dollar depreciation」を言っているが、中身は人民元やアジア通貨の切り上げ訴求である。

「dollar depreciation」の表現はG7声明にはない。それは少し危険すぎるからだろう。G7声明にあるのは、「greater flexibility in exchange rates」という表現だが、これは人民元などの切り上げを指し示しているのは明らかである。どちらにせよ、ドルは特定通貨に対して下落しなければならない。「dollar depreciation」という表現はアメリカが受け入れることは出来ないだろう。IMFは国際機関だから言える。

こうしたアメリカ、IMFの「為替調整意欲」が、ドル・円、ドル・ユーロなどの為替相場関係に直ちに影響するのか、時間をおいて徐々に出てくるのかは今後の問題である。月曜日の為替市場は、朝方シドニー市場で115円32銭を付けた。最近にない円高水準である。しかしこれは、G7声明に対する脚気反応の可能性が強い。実際にその後はドルが戻し気味だ。

筆者は今の資金の流れから言って、またアメリカの金利の相対的優位さから言ってドルの水準が直ちに大きな、そして持続的な調整に見舞われるとは考えない。しかしいつでも市場の人間としても当局の意図は正確に理解しておく必要があると考える。ドルの脆弱性は高まっていると考えるのが自然である。

今週の主な予定は以下の通りです。

4月24日(月)	日本・EU定期首脳協議(都内)
4月25日(火)	3月企業向けサービス価格指数 米4月コンファレンスボード消費者信頼感指数 米3月中古住宅販売件数 米バイスFRB理事講演
4月26日(水)	小泉政権発足5年 米3月耐久財受注 米3月新築住宅販売 米ページブック
4月27日(木)	米バーナンキFRB議長、米上下両院合同経済

委員会で経済見通しについて証言

4月28日(金)

3月労働力調査
4月都区部・3月全国消費者物価指数
3月鉱工業生産(速報)
3月商業販売統計
3月住宅着工
3月建設工事受注
日銀政策決定会合(「経済・物価情勢の展望」)
福井日銀総裁記者会見
米第1四半期GDP(速報)
米第1四半期GDP価格指数(速報)
米第1四半期個人消費
米第1四半期雇用コスト指数
米4月ミシガン大学消費者信頼感指数(改定値)
米4月シカゴ購買部協会景気指数
米ファーガソンFRB副議長退任

バーナンキの議会証言、日本の消費者物価指数発表、日銀の経済・物価情勢の展望(28日)などが注目でしょう。あとは連休控えて市場のお金の動きがどうなるか。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。やっと暖かくなりましたが、一直線ではない。これからも、徐々に徐々に暖かくなっていくのだと思います。

ところで、自分のサイト(<http://www.ycaster.com/>)にも書いたのですが、955票差という極めて僅差での民主党候補・太田和美さんの自民党候補に対する勝利をテレビで見ながら、私の頭に浮かんできた単語は以下の三つです。

小泉的閉塞

小沢的变化へのかすかな期待

有権者の自省

「小泉的閉塞」とは、「中韓との関係悪化など、外交政策での日本の行き詰まり」「景気が回復しているとされながら自分の経済的環境が改善しない人々の閉息感、それに伴う“格差拡大論”への賛成ムード」などです。後者の「格差拡大論」が多くの点で誤解に基づくものであることは明らかですが、政治的スローガンとしては moving であり、有効なも

のであると思う。

「小沢的变化へのかすかな期待」というのは、自民党にいたときからの「彼への独特な期待」が今も残っていたのではないかと言うことです。彼はよく豪腕と言われる。しかし知的領域でも特に40代、50代の知的レベルの高い男性有権者に魅力となるアイデアを以前から持っていたと思うし、今回もそれが評価された（残滓かもしれないが）面があると思う。

今朝の朝日新聞には今回補選での出口調査の結果が掲載されているが、興味深い点がいくつかある。女性と20～30代が明らかな「自民支持」に動いたのに対して、特に男性、それも中年の男性が民主党支持に動き、さらに言えば無党派層が大きく民主支持に動いた、との結果が出ている。「小沢は男に強い」ということが一つ立証されていると思う。逆に言えば、小沢一郎率いる新民主党の一段の伸びの鍵は、「女性や若者にうける党になれるのか」という点だと分かる。

「有権者の自省」というのは、出口調査で現れている「無党派層が大きく民主党支持に動いた」という点と関連している。前回の総選挙での自民党圧勝に対する都市部に仕事場を持つ有権者の心模様は、「もしかしたら自民党を勝たせすぎてしまったのではないか」という点にある。「メール問題での地に落ちた民主党は、確かに惨めだがそれを投票行動にまで引きずるのは過剰パニッシュなのではないか」という気持ちもあつたに違いない。

むろん、「落ちるところまで落ちた」という状況の中で、民主党人気の自律反発という側面もある。相場もそうだが、落ちるところまで落ちれば、特に好材料がなくても自然と当該商品や銘柄の人気は上がる局面はある。ましてや、小沢・民主は明らかに好材料だった。消え去った旧社会党でさえも、一直線に政党としての存在感を失ったわけではない。民主党が落ちるところまで落ちたが故に、有権者の心模様の変化を促した可能性もある。

千葉7区補選の特殊要因（自民党の候補が他県からの落下傘だったとか）もあつたようだが、この点に関しては私は深い知識を持たない。しかし、今の時点で千葉7区の補選結果を見て言えることは、「これで日本の政治は少しは面白くなった」ということであり、「来年の参議院選挙は自民党の改選議員の数が多分だけ、かなり緊張感の高いものになる」という点だ。加えて次の自民党の総裁選に際しては、「小沢・民主」が自民党首脳の頭にちらつくことになった、ということだ。それが今言われている自民党のどの候補にとって有利かは、これから考えたい。

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)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したのですが、正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》