

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1862号 2007年02月05日(月)

## 《 Paulson speaks out 》

今週末のG7については先週の号でも取り上げましたが、その後の一週間に参加国の姿勢が一段と鮮明になりました。欧州は既に「行き過ぎた円安を討議したい」(シュタンブリュック独財務相ら欧州各国担当相)という立場でしたが、アメリカが今回それとは異なる立場を明らかにした。それは「円に対する人為的操作はなく、相場は競争的な市場で決まっている。まだ人民元の方が問題」というものでした。

この立場を明らかにしたのはポールソン米財務長官。議会におけるカーパー上院議員の質問に対して答えたもの。同議員がポールソン財務長官に対して、

「GM、フォード、クライスラーの首脳と約1ヶ月半ほど前にホワイトハウスでお会いになりましたね。その際、健康保険負担問題やバッテリー技術に対する投資の問題に加えて、日本の通貨のマニピュレーション(人為的操作)も話題になりました。あなたと私はこの問題を少し話した経緯があるのですが、米自動車メーカーの首脳達は何かおかしな事が行われていると今でも強く感じていると思います。あなたはそうではないという。ちょっと説明してくれますか」

と問いかけたのに対して、同財務長官は要旨次のように回答した。

1. 手短かに言います。私は日本の通貨を非常に、非常に注意深く見守っています。数週間前にも日本の財務相とも話しましたし、週末にはドイツのエッセンでも会います。
2. 円は、貿易加重平均で20年来、いえちょっと不確かかも知れませんが、そのくらいの安さになっています。私が米自動車メーカーの方々に申し上げたのは、2004年3月以来円に関しては一切介入は行われていない、ということです。またすべての発言をフォローしているわけではありませんから間違っているかも知れませんが、約一年間、円に関して(それを安くする方向での)口先介入があったとも認識しておりません。私は口先介入が嫌いです。口先介入で市場が変わるとも思っています。
3. 日本の通貨に何が起こっているのかと言えば、思い出して頂きたいのですが日本は世界第二位の経済国ですが、90年代の10年、その後の今世紀に入ってから2

年ほど、日本は成長していなかった、デフレがあったということです。それは世界経済にとって大きな足枷でした。日本はやっと今、その苦境から脱しつつあり、それは世界経済が今のようにうまくいっている一つの大きな要因だということです。

- 4 . ご存じの通り、日本では依然として経済の成長力が弱い、そしてデフレ圧力も続いている。よって金利が非常に低い。私は円相場を動かしているのは、（操作ではなく）経済のファンダメンタルズだと思います。その上で言うならば、今何故そこに相場があるかなど、誰も分からないというわけです。注視はしていますが。
- 5 . 私にとってもっと関心がある為替相場は、相場水準が競争的な市場で決まっていな通貨（複数）です。円は、非常に広い、奥行きのある競争的な市場で相場が決まっている。

二つある丸括弧は私が付けたものです。明らかなのは、ポールソンが今の円安に対しては「少なくとも日本サイドの操作ではなく、経済のファンダメンタルズに合致したものであり、競争的な市場で相場が決まっている」という認識を持っているということです。一言で言えば、米自動車メーカーの疑念、よって米議会の疑いを一蹴しているということ。

#### 《 no changes for the statement 》

ポールソンが議会で示した姿勢には、いろいろな背景があると思う。まず彼自身が市場を長く見てきた人間として、今の円安が日本の通貨当局の操作によるものなどとはとても言えない、そこまで政治家にはなれないし、なる必要もないという事情があるだろう。彼が言っている通り実際に介入はなかったわけだし、口先介入もない。今の円安が世界中のヘッジファンドが行っている円キャリートレードや日本の投資家の対外、特に高金利・アジア投資にあることを彼は知っているはずだ。同じ通貨安でも、中国と日本では全く違う。これが基本的な彼の認識だろう。

財務長官として、アメリカが置かれている立場に対する懸念もあるだろう。イラク問題で泥沼にはまり、ブッシュ政権の支持率は顕著に落ちてレームダック化している。こうしたときに自国通貨であるドルの価値を危険にさらすような円高への修正を惹起すれば、そもそもドルが大幅に安くなっておかしくない経済的状况（対外収支の大幅赤字など）が厳然として存在する状況下で、思わぬところからドル安が急激に進行する危険性がある。それがアメリカ経済におけるインフレ圧力上昇、海外からの資金流入の細り、そして米国内金利の上昇から景気後退に陥りかねない。そんなリスクは取りたくないという気持ちもあるだろう。

ドルと円、ユーロとドル、そしてユーロと円の間を見比べると、ドルは対円でそれほど値上がりしているわけではなく、ユーロとの中間に位置する。競争力もそれほど落ちていない。この環境は別にアメリカにとって悪いわけではない。何よりも、今のウォール街は株価の高値更新に見られるようにしっかり推移している。揺り動かす理由はない。

これに対して、欧州の主張ははっきりしている。「今の円はあまりにも安い。特にユーロに対して安く、これは日本企業と競争している欧州の企業にとって大きな不利になる」ということだろう。アメリカのように円安批判のすぐ後ろには自動車メーカーがいるといった勢力図は明らかではないが、特にドイツの製造業各社の間には、日本のメーカーと競争している関係もあって、日本メーカーを有利にする円安には批判が強くあると考えるのが自然である。今回の欧州サイドからの円安批判は、フランスからというよりも主にドイツから出てきている。

欧州は別に円安になる背景（日本の低金利環境）を分析しているわけではなく、欧州全体にとって円安は不利だから、少なくともこれ以上は円安が進行しない手だてが必要だと述べているというわけだ。スペインやクロアチアの住宅ローンさえも円建てになっている自国金融の歪みの元を質すと、日本の低金利と円安に行き着く。「ここは、日本がなんとかすべきだ」という気持ちもあるだろう。

ではG7はどう展開するのか。議長国がドイツであることを考えれば、欧州サイドは必ずこの問題を議題の一つに上げるだろう。あれだけ言っておいて議題に上げないというのは、国内産業向けにも、国内政治的にも顔が立たない。だから議論されると思う。しかし、G7がことさら注意を払わねばならないほど日本が操作的なことをしているとは言える状況にはない。日本は円安進行の背景を説明し、日本としてやるせないという主張はするだろう。それにはポールソンも頷くだろう。実際に日本は統計を見ても介入はしていないし、私の記憶でもポールソンの言っている通り、口先介入もない。

「円の金利が低すぎる」という議論には、日本サイドの立場は苦しくなる。なぜなら少なくとも日銀はそう思っているのだし、機会があれば上げたいと思っているので、「もっともだが、日本の利上げ環境はまだ整っていない」というような言い訳をするしかない。「景気回復基調がしっかりしてくれば、日本も金利を上げることになる」「そうなれば、円相場も徐々に修正される」という事を言うだろう。ポールソンもその議論には理解を示すだろう。ただし、ポールソンが積極的に日本の陣営に付くかどうかは分からない。なぜなら、米議会での発言は米政権が円安について何もしない理由を国内的に説明しただけで、対外的に日本支持の臭いがする発言を行うかどうかは微妙だからだ。

問題はここからだ。議論したことがどう声明に出てくるのか。G7の為替に関する記述は、人民元の部分を除けばずっと

「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.」

という文章で統一されていた。ここに円を意識した文章が入るかどうか。

筆者は、2月のG7の段階では為替に関する声明文が円安を念頭において今回書き換えられることはない、と考えている。長年使ってきたこの文章の書き換えは、事態の相当な深刻化の表れを意味する。欧州だけでこの文章の書き換えが出来るとは思えない。これが書き換えられたとすれば、G7総体の意志が「円安是正」で大きく動くことを意味する。この点については先週の号で書いたが、G7が「介入」「金利操作」で具体的に動ける余地は少ない。僅かにあるのは、日欧の協力しての介入だが、これも今のところ実現の見通しは低い。

会合後の記者会見の場などで、G7参加者がそれぞれ何を言うかは分からない。欧州の参加者は相当強く円安に対して不満を言うかも知れない。国内向け政治ポーズとしても、それには価値がある。しかしそうした発言は、G7としては何ら具体的な措置を取ることは難しかったという事情を浮き彫りにするだけだ。よって、先週述べたように修正、それもかなり大きな円安の修正はあるが、時間の経過とともに金利差に裏打ちされた円安傾向がトレンドとしては強くなる、と筆者は考える。

### 《 brighter future for U.S. economy ? 》

先週行われた今年最初の米FOMCは、「最近では一番短い、そして淡泊な文章」と判断できる声明を伴って、FF金利の誘導目標を5.25%に据え置きました。一読して筆者が持った印象は

1. 「経済成長がしっかりしてきた」「住宅市場が安定してきた前触れの兆し」との表現を使い、今までのような景気鈍化や住宅市場の冷却に対する懸念がない、全体的に楽観的な表現となっておりFRBの「米経済、軟着陸への自信」が伺える
2. インフレについては、「落ち着きは見られる」となっていて、「今後インフレ圧力は減退する可能性が高い」となっているものの、「設備や労働市場の稼働率の高さ故にインフレ圧力が残る可能性」を指摘し、インフレ警戒姿勢を崩していない
3. 今後の政策に関しては、「The extent and timing of any additional firming that may be needed to address these risks」という表現を使い、次ぎに動くとしたら「依然として利上げ」であることを示している

この声明を読んで筆者が感じたのは、「FRBはゴールドディ・ロックス」の絵を描いているのではないかと、言うことです。つまり、アメリカ経済の先行きに楽観の見方が溢れている。実際に、その楽観論は株式市場に伝わり、先週後半のニューヨークの株式市場は全体的にしっかり推移した。

そうした中で出てきたのは、バーナンキ賞賛の声だが、筆者はそれについては時期尚早だと思う。しかし言えることは、このFOMCの認識をベースにすれば、「次は上げ」と読めな

いことはないが、全体的な状況を勘案すれば、アメリカの金融政策は「据え置き」が続くと読むのが自然だということだ。というのも、例えば先週金曜日発表の1月の米雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比11万1000人増と、市場予想(15万5000人増)を大幅に下回る伸びとなるなど、指標にはいまだに振れが見られるからだ。金曜日の雇用統計発表を受けて、雇用増加ペースが減速し始めた可能性があるとの見方も見られた。

アメリカが金利据え置きを続けている間は、日銀は利上げを決断できる環境を保てる。アメリカが利下げ時期に入れば、日銀の利上げは難しくなる。もっとも日銀の利上げのメドは立っているとは言えない。例えば先週日銀の福井総裁は、今後の日本の金融政策決定の大きなファクターになってしまった「個人消費」について、2月1日の衆院予算委員会で、「賃金の伸びが緩やかなものにとどまっており、足元はやや伸び悩んでいる」と述べ、依然として力強さに欠けるとの認識を示したからだ。

総裁は1月の金融政策決定会合で利上げを見送った理由を「特に個人消費を中心に強弱様々な指標が出ている状況なので、さらに分析を重ね議論を深めたいということで(利上げ見送りの)結論に至った」と説明していた。「個人消費」、またはそのレベルがまるで日本の金融政策における唯一の政策ファクターのようにしてしまった上で、2月1日に「(個人消費は)足元はやや伸び悩んでいる」と表現してしまったら、利上げをするのは難しいと言っているように受け取れる。

同総裁はまた中小企業の業況改善が遅れているとの指摘については、「企業規模などによって回復・拡大の程度にばらつきがあるのは事実だ」と認め、さらに「中小企業の状況を含め、きめ細かく経済情勢すべてを点検しながら適切な金融政策をしていきたい」と語った。これをまともに取れば、「2月も見送り」と受け取れる。

結局2月の金融政策決定会合で唯一予想外のことが起きるとしたら、それは欧州を中心として海外からの円安批判との絡みで、円金利の水準に関する考え方を政府全体で共有するものに出来るかどうかにかかっていると言える。今のところ、安倍政権の中に円安進行後の急速な円高や海外の円安批判に敏感に耳を貸す用意の出来ている人は少ないように見える。

今週の主な予定は以下の通りです。

- |         |   |
|---------|---|
| 2月5日(月) | 米1月ISM非製造業景況指数<br>米予算教書、議会に提出   |
| 2月6日(火) | 12月景気動向指数(速報)<br>バーナンキ米FRB議長、スピーチ(オハマ)<br>米シカゴ連銀総裁講演<br>米サンフランシスコ連銀総裁講演 |
| 2月7日(水) | 米MBA住宅ローン申請指数<br>米10~12月期非農業部門労働生産性(速報)                                 |

	米 10 ~ 12 月単位労働費用 (速報)
	英中銀金融政策委員会 (~ 8 日)
	米フィラデルフィア連銀総裁講演
	米シカゴ自動車ショー (~ 18 日)
2 月 8 日 (木)	1 月景気ウォッチャー調査
	1 月工作機械受注
	ECB 理事会
	6 カ国協議再開か?
2 月 9 日 (金)	12 月機械受注
	米セントルイス連銀総裁講演
	G7 財務相・中央銀行総裁会議 (10 日までエッセン)

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。久しぶりに差し迫った用事がなかったもので、日曜日には久しぶりに八王子のお袋のところに行ったり、本を読んだり。それから、どんなものだろうと思ってビスタ PC の安いのを一台買いましたが、正直周辺機器のドライバーが揃わないなど調整に相当時間がかかりそうです。ビスタ PC を使える環境が整うのは半年後、という印象。

今週は岡山に行く予定。考えたら、今年は広島にも行き、福山にも行きと既にかなり山陽道沿いをうろうろしている。備前、備中、備後と移動しているような感じ。しかし広島と福山とはまたちょっと文化圏が違うような。

最近読んだ本では、「徳川将軍家の演出力」(新潮新書)が面白かった。先週読売新聞に出ていた「徳川将軍 寡黙の権威」という記事の主張と似ている。将軍も大奥などでは普通にしゃべっていたというが、職務として大名や家来に喋るときには突然寡黙になったという。

「言葉が少なければ少ないほど、将軍と大名の距離は遠くなる。そのことは、将軍権威を高める方向に作用した」(読売新聞の記事)ということらしい。「そういう状況の中で、親しい言葉をかければ、かけられたものは感激し……」(同)とも。

もっとも、江戸幕府のこうした姿勢も、末期になってくるとかなり変容を迫られたようだ。むしろ将軍を人々の目に晒すことによって求心力を高めようとしたという。まあそれぞれの大名は大名で、それぞれのお城の中で同じようなことをして、一番上の姿勢というのが徐々に日本全国に広まったというのが実情でしょう。しかし今は説明不足の人は全然ダメですな。時代は変わる。

まあ日本の映画やテレビドラマに将軍が頻繁に登場して、大名や家来に饒舌に話しかけているのはすべて嘘……ということになるが。

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(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。》