

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1919号 2008年04月14日(月)

## 《 G7 are catching up with market 》

米財務省 HP 掲載の G7 声明 (<http://www.treas.gov/press/releases/hp919.htm>) を一読して筆者が感じたことは、

1. やっと G7 全体としての世界経済や、金融市場が置かれている状況に対する認識が我々市場の人間が持つ認識に近いものになってきた
2. よって前回 2 月の東京での G7 やその前の昨年 10 月の G7 に比べて、声明に使われている現状認識の文言は厳しいものになっている
3. 特に為替に対する表現は、2000 年 9 月以来ほぼ 7 年ぶりに主要通貨の変動の激しさを特記して指摘し、さらに実体経済への影響を懸念した。これは間接的に一段のドル安に強く警告する形になっている
4. しかし、「だから何をするのか」「何が出来るのか」という点は曖昧なままであり、世界経済の抱える下方リスクが増大しているのに、一方でインフレ圧力が高まっている現状をどう打開したら良いのかに関しては処方箋が描けていない
5. それ故に、長期的には今回の G7 声明は方向性を与えるものになるかも知れないが、当面金融市場全体がこの声明によってどう動くかは不明な点が多い。むしろ為替市場は今週から本格化する企業業績やそれに伴って動く株式市場の動向に注意を集めるだろう

というものだ。つまりこの声明から「もしこういう展開まで行ったら、G7 としてはあの措置（介入や金利操作など）まで打ち出すかも知れない」という想像は出来る。しかし想像力が膨らむのはそこまでで、今回の G7 に参加した各国が一致して「間違いなくこれをする」という確信を持てる部分はない。民間銀行の首脳を G7 の歴史としては初めて呼び込んだのは良かったが、「監視の強化」だけでは何のために世界の大規模金融機関 10 社の幹部が来ているのか意味が分からず、もっと金融市場改革や金融機関の目指す方向性に関する話し合いが必要だったように思える。

希望を言えば、民間銀行首脳まで来たのだから、融資先の選別や市場の過度なレバレッジ、それに過度な運用競争をどうするかなどの話し合いが進展すれば良かったと思う。

少しG7の声明内容を検討してみよう。今年2月の声明よりはよほど読み応えはある。まず世界経済の認識に関して声明は以下のように言う。

「The global economy continues to face a difficult period. We remain positive about the long-term resilience of our economies, but near-term global economic prospects have weakened. While economic conditions differ in our countries, downside risks to the outlook persist in view of the ongoing weakness in U.S. residential housing markets, stressed global financial market conditions, the international impact of high oil and commodity prices, and consequent inflation pressures. The performance of emerging markets has been a bright spot, but these countries as well are not immune from global forces.」

前回2月の東京でのG7声明に盛り込まれていた「its fundamentals as a whole remain solid」「long-term fundamentals remain sound」といった勇気付け単語は可能な限り削られた。今回も少し入ってはいるが、あとの文章での打ち消し対象として入っただけである。つまり、G7としても世界経済に対する認識を厳しくしたことを明確にする必要があったと言うことだろう。各国経済が抱えるダウンサイド・リスク要因としてG7声明は、

- 「アメリカの住宅市場の引き続き軟調」
- 「世界の金融市場の緊張持続」
- 「原油価格、および商品価格高騰が持つ国際的な影響」
- 「それに伴うインフレ圧力」

を挙げた。市場がずっと指摘してきたものだ。それがやっと入ったというのが筆者の偽らざる印象である。

もっとも、G7後のIMFの会合などでは、バイオ燃料使用量の増加に伴う食料品価格の高騰が、途上各国で食糧不安を引き起こしている事態にも触れている。直接的な市場への影響はないが、これも世界経済にとっての不安要因だろう。しかし長期的には世界経済にとっての脅威になる。IMFのストロスカーン専務理事は敢えてこの問題に触れている。食料品価格の上昇や品不足により、既にハイチ、エジプト、フィリピンで社会的不安定が起きているが、同専務理事はこうした食料品価格の上昇が続けば、

「Thousands, hundreds of thousands of people will be starving. Children will be suffering from malnutrition, with consequences for all their lives.」

と述べている。特にアジアでは米不足が深刻で、これはアジアで起きている。日本にとっ

でも無視できない事態である。

### 《 challenging and more protracted 》

世界経済に対する認識以上に、事態の悪化を認めざるを得なくなったのは金融市場である。下に紹介した声明の第三パラのところに入っている「challenging and more protracted」という言葉がすべてを物語っている。

「The turmoil in global financial markets remains challenging and more protracted than we had anticipated. In the context of a weaker economic outlook, financial markets confront the interrelated issues of: re-pricing of risk and significant de-leveraging; managing counterparty risks; accommodating balance sheet adjustments; raising capital; improving the liquidity and functioning of key markets. We welcome efforts by many financial institutions to improve disclosure of exposures to structured products and related risks, and raise significant new capital.」

この中で処方箋らしきものを探すとしたら、「improve disclosure of exposures to structured products and related risks, and raise significant new capital.」(仕組み金融商品とその関連リスクに対する開示改善と大幅な新規資本調達)の部分だけだ。今はこうなっているという解説の部分が長く、これから具体的に何をすべきかに関するG7のアイデアが聞けたわけではない。

声明の次のパラに出てくる以下の文章は、G7 諸国がお互いの努力を賞賛し合っているだけの意味しかないような気がする。

「We reaffirmed our strong commitment to continue working closely together to restore sustained growth, maintain price stability, and ensure the smooth and orderly functioning of our financial systems. We welcome the coordination by major central banks to address liquidity pressures in funding markets and recognize the importance of their coordinated actions to address disruptions in global financial markets. In particular, the recent steps taken by some central banks to expand access to central bank lending facilities and expand the range of collateral that they will accept is providing liquidity to financial institutions and helping to support improved market functioning. In addition, we welcome other measures that have been taken including monetary and fiscal policy that aim to give support to underlying economic activity and ensure price stability. Each of us remains committed to taking action, individually and collectively as appropriate, consistent with our respective domestic circumstances.」

私などはこれを読みながら、「協調行動があったことは慶賀すべきだが、中央銀行が市場に流動性を与えるのは当然だろう」なんて思ってしまった。しかし中央銀行が個々に、そして協調的にこれだけのことをしても、まだ世界の金融市場の安定が戻らず、依然として疑心暗鬼なのは誰もが認めるところだし、それを乗り越える知恵がないことは残念なことである。

### 《 been at times sharp fluctuations in major currencies 》

もしかしたら、声明中の文章でのちのち「あの部分があったからだ」という振り返りがなされるとしたら、以下の文章だろう。為替に関する部分である。

「We reaffirm our shared interest in a strong and stable international financial system. Since our last meeting, there have been at times sharp fluctuations in major currencies, and we are concerned about their possible implications for economic and financial stability. We continue to monitor exchange markets closely, and cooperate as appropriate. We welcome China's decision to increase the flexibility of its currency, but in view of its rising current account surplus and domestic inflation, we encourage accelerated appreciation of its effective exchange rate.」

過去7年間の、決まり切った為替市場に対する G7 声明の表記が変わった。G7 が一番懸念を持っているとしたらこの部分だと確信が持てる文章だ。7年間も繰り返されてきた為替に関する G7 の声明文は以下のようなものだった。

「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.」

しかし今回は、「Since our last meeting, there have been at times sharp fluctuations in major currencies, and we are concerned about their possible implications for economic and financial stability」(前回会議以降、時により主要通貨が急激に変動したが、我々はこの通貨の急変動が世界経済と金融の安定に及ぼしうる影響を懸念している)と入れた。

「主要通貨間の急激な変動」と言えば、このところでは明らかに最近のドル安・ユーロ高、円高などを指すのであって、この表現を使って G7 はドル安に懸念を表明したと見るべきだろう。この表記が入ったことは、少なくとも最近では例がなく、アメリカを含めた当局のド

ル安に対する懸念が示された。

しかしだから何をするのかという点に関しては、引き続き「市場を監視し、必要な措置を取る」ということだけで終わっている。このニュースで何回も指摘しているのは、為替市場で「必要な措置」と言えば、介入か金利操作が主なものだ。今回の声明からは、G7 当局者の最近の為替市場に対する苛立ちは感じられても、今すぐに「措置」が打ち出される可能性は少ないし、非現実的だ。

だからこの文言に対するウォール・ストリート・ジャーナル記事の書き出し(「The world's major economic powers issued a warning to financial markets Friday that they won't sit by and watch the dollar continue to slide against other big currencies.」)のような大仰な受け止め方があることを十分に承知しながら、私などは「しかし G7 が実際に例えばアメリカの金利引き上げ」などの措置に出てこられるのは相当先だろう、と考える。有効なドル安阻止、ユーロ高の阻止となると、ECB サイドは利下げをしなくては行けないが、この利下げは先週の ECB が拒否したばかりのことだ。

日本の新聞などは G7 までの記事が多かったが、その後もワシントンでは IMF の会合などが開かれていて、そこでの世界の要人の発言も少し紹介しておく。G7 を主唱したポールソンは G7 の乗り切りに成功したからか、土日の IMF 関連の会合ではもっと素直に世界経済が直面している問題に触れている。例えばこうだ。

「We must expect more bumps in the road. Financial markets have been reassessing risk, re-pricing assets and deleveraging. It took time to build up recent excesses and it will take time to work through the consequences.」

「リスクの見直し」「資産価格のリプライシング」「レバレッジ外し」は、今回の金融危機の背景説明には繰り返し使われてきた言葉だが、ポールソンが素直だと思うのは、「more bumps in the road」と認めているということ。「bumps」とは道路にある隆起部である。日本にはあまりないが、海外ではホテル前の道路などには必ずある。スピードを落とさざるを得ない。言ってみれば「障害物」であって、世界経済には今後もあのような隆起物乗り越えなくては行けないのかと予想させる。

### 《 higher Chinese currency 》

G7 が実質的に「今以上のドル安に警告した」のであれば、ドルは反発するのかという話はそう簡単ではない。市場が

「わざわざドル安に振れたと言うことは、G7 としてもドル安を本音のところでは懸念している」

「しかし当局が取り得る措置は今のところない、当面は何もしない」

と判断すれば、むしろ G7 声明後の為替市場の動きは、「基調はドル安」だと判断する参加者が増えたとしても不思議ではない。実際問題として、今週から来週にかけては企業の決算発表が続く。15日にインテル、16日に JP モルガン、イーベイ、17日にメリル・リンチ、18日にシティグループと続き、来週には日本の企業の決算も出てくる。先週もそうだったが、GE のそのように注目企業の決算発表は市場へのインパクトが大きい。

今週の主な予定は以下の通りです。

4月14日(月)	3月日銀金融政策決定会合議事要旨 米3月小売売上高 米2月企業在庫
4月15日(火)	3月首都圏マンション販売 独4月 ZEW 景気期待指数 米4月 NAHB 住宅市場指数 米3月生産者物価指数 米 NY 連銀製造業景気指数
4月16日(水)	米 MBA 住宅ローン申請指数 米3月消費者物価 米3月住宅着工件数 米3月鉱工業生産・設備稼働率 米ページブック
4月17日(木)	2月鉱工業生産(改定)・設備稼働率 3月日本製半導体製造装置 BB レシオ 中国外相来日(~21日) 米4月フィラデルフィア連銀製造業景気指数 米3月コンファレンスボード景気先行指標総合指数 3月北米半導体製造装置 BB レシオ
4月18日(金)	3月消費動向調査 日銀支店長会議

企業の決算の数字が出てくることに加えて、今週はアメリカの小売売上高など重要な指標発表が多い。G7 よりも市場はこうした一つ一つの数字に反応する可能性が高い、と考える。

ところで、先週の大きな為替関係のニュースに、人民元の上昇加速があった。先週はつい

に、1ドル = 7人民元の水準を人民元高の方向に切り上がった。確か木曜日の中国人民銀行が設定した対ドルレートは、6.9916だった。G7の直前という実に良いタイミングだった。多分これは中国サイドがかなり意図的に事を運んだ。

中国が人民元の段階的、管理された切り上げを開始したのは2005年だった。スタート時点の人民元の対ドルレートは8.26人民元。そこから最初はゆるりと、最近はやっと足早に切り上げを行っている。今日のレートはスタート時点に比べて15.6%の切り上げである。

中国が人民元のレート切り上げに動いているのは、海外からの圧力もあるが、国内インフレ対策の側面が強い。何せ中国国内のインフレ率は、食料品を初めとして昨年10月頃から非常に高率になっている。温家宝さんが北京の一般家庭に行って、「こんなインフレはもう許しませんから」と言ったのが確か11月だったと思った。しかし収まっていない。

そのころから中国の金融政策は明らかに引き締めに入った。上海の株価指数が6000を超えていて、株民が喜んでいたのはその直後まで。その後は中国の株価は下げ基調で、最近では3500を切った。これはある意味で、中国経済の苦境を象徴している。自業自得の面があるが、「株民は怒っている」らしい。

人民元の切り上げは国内物価には下方圧力となるが、輸出産業には厳しい。中国のようにあまり付加価値の低い産業を中心とした輸出には価格が非常に重要だが、人民元の切り上げはその価格競争力を徐々に奪う。ということは、輸出産業に陰りが見えかねない、ということだ。もっとも、景気の牽引車が一つ弱ることを意味している。

株民を喜ばせず、一般大衆も物価の上昇や雇用の減少を歓迎しないという事態は、胡錦濤政権にとっての大きな状況悪化である。今はオリンピックの聖火の問題で中国はむしろ愛国を旗印に国内はまとまっている。しかし、政権への潜在的な不満は高まっていると筆者は考える。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。暖かかった土曜日、外にいて「これはスプリングコートもいらない」と。日曜日は寒かったのですが、また今日は暖かい。

今「グリーンスパンの正体」(エクスマレッジ社)という本を読んでいます。副題が、「2つのバブルを生み出した男」というのです。まだ全部は読んでありません。読む前に、「今度はこの本を読む」とアメリカから一時帰国中の新聞記者の方に見せたら、「もうこれが日本で出ているのですか?」「日本は本当に早い」と驚いていました。ということは、アメリカでも発売されたばかり、ということです。

アメリカの新聞を読んでいると、「最近グリーンスパンに対する風当たりが冷たい」と書かれていて、「具体的には何だろう」と思っていたのですが、こうした本の発売が一つあったということが分かりました。まだ読みかけですが、彼の議長時代の19年間に「アメリカでは経済格差が広がった」といった社会事象まで「グリーンスパンの責任」にされて

いる面がある。あとは、株と土地のバブルでしょうか。

まあグリーンSPANは結果的にバブルでつないでアメリカ経済の長期繁栄を司っていた面はある。そういう面では批判を受けるべきでしょう。しかしそれ以外に道があったのかどうか。リセッション入りを避けようとしたらそうなった、という結果論の面もある。

それに私の個人的な印象ですが、退任後のグリーンSPANが喋りすぎることも、彼への批判が強まっている側面があると思う。読むのが楽しみです。

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(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ものです。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。》*