

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1987号 2009年09月28日(月)

## 《 G20 Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth 》

端的に言うと、「対ドルでの円高基調の持続」と「日本の株価に対する下げ圧力の増大」を予感させる過去一週間の動きでした。それはG20の声明を良く読めば「当面」という時間軸の中ではそう判断せざるを得ない。何回もこのレポートで指摘しているが、新しい政権党である民主党の通貨政策もその方向を向いている。むろん、市場の見方が一方向に傾いたときの過去に於ける市場の「逆サイドの動き」は念頭に置かねばならないが、当面のリスクは「円高進行」「日本の株価の調整」だろう。

まずピッツバーグで行われたG20の声明は膨大(序文、本文、付属文からなる。全文は外務省のサイト参照=[http://www.mofa.go.jp/u\\_news/2/20090926\\_093359.html](http://www.mofa.go.jp/u_news/2/20090926_093359.html))で、それはG8の時代の終焉とG20の時代の幕開けを告げていたり(G20が優越的な国際経済会議に指名された)同じ流れの中でのIMF・世銀体制の中での中国、インドなどの途上国の発言権増大を盛り込むものでしたが、市場へのインパクトという意味で一番重要なのは、「G20 Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth」(強く持続的で均衡ある成長の為のG20の枠組み)の中での「不均衡是正に向けた努力」でしょう。この部分が重要である。

・ G-20 members with sustained, significant external deficits pledge to undertake policies to support private savings and undertake fiscal consolidation while maintaining open markets and strengthening export sectors. (持続的で大幅な対外赤字を抱えるG20メンバーの国々は、開かれた市場の維持と輸出部門の強化を図りながら、民間貯蓄支援と財政の健全化を進める政策と採ることを誓う)

・ G-20 members with sustained, significant external surpluses pledge to strengthen domestic sources of growth. According to national circumstances this could include increasing investment, reducing financial markets distortions, boosting productivity in service sectors, improving social safety nets, and lifting constraints on demand growth.(持続的で大幅な対外黒字を持つG20メンバーの国々は、国内を起源とする成長を強化することを誓う。当該国が置かれた環境によるが、これには投資増大、金融市場の歪み是正、サービスセクターに於ける生産性向上、社会保障の改

善、需要増大に対する制約要因の除去が含まれる)

この二つの本文に入っている項目を見れば、G20 参加国の中でどの国が該当するかは直ぐに分かる。前者はもっぱらアメリカであり、後者は一義的には中国、そして次は日本である。具体的にアメリカは何を約束 (pledge) したかということ、以下の為の政策である

1. 民間貯蓄の奨励、財政規律の回復
2. 市場開放の持続と輸出部門の強化

解釈すれば、「民間貯蓄の奨励」とは、今までの過剰消費体質を改めて国民が貯蓄することを奨励するということであって、今まで「アメリカへの輸出」で経済を運営してきた中国や日本に、「もうそれはあまり期待しないで下さい」と言っているに等しい。「市場開放」は今の世界経済運営における建前上の大原則だから置くとして、「輸出部門の強化」とは明らかに輸出振興に役立つドル安政策を連想させる。ガイトナーがいくら「アメリカは強いドルを望む」と言っても、「それは対米投資を減らさないためのリップサービス」であるから、アメリカの本音は「市場を混乱させない範囲でのドル安歓迎」だと読むことが可能だし、市場はそう読むだろう。暴走が起きるまでは。

### 《 G-20 members with sustained, significant external surpluses 》

「持続的で大幅な対外黒字を持つ G20 メンバーの国々」とは誰が見てもまずは中国であり、次は日本だ。それらの国が何を約束 (pledge) したかということ、要するに「内需拡大」である。「投資増大、金融市場の歪み是正、サービスセクターに於ける生産性向上、社会保障の改善、需要増大に対する制約要因の除去」といろいろ言っているが、「外への過度な依存は駄目よ」「国内で需要を作り出さない」「そう約束しましたね」と言っているわけだから、市場へのインパクトとしては「人民元、日本円に対する上昇圧力」「輸出株の苦境と、相対的に内需株への期待増大」を意味する。

日本の場合について言うと、民主党の新しい通貨政策もその方向に沿ったものと言える。「内需の喚起」の具体策は、子供手当、高速道路無料化など末節の所だけ今は鮮明に見えるが、全体像はまだ明確にはなっていない。しかし藤井財務相の発言を聞けば、通貨政策は「円安政策に反対」「安易な為替介入はしない」ということで、「内需主導の成長」「円高容認」を目指していると理解できる。

この G20 レベルでの外からの政策と日本政府の政策が合致しているということは、当面の市場圧力としては「円高、特に対ドルでの円高」を想起させるし、先週の海外市場での 89 円台、週明け月曜日の 88 円台はそれをいち早く読み込んだ動きだろう。円は年初来高値 87 円台の前半を目指す可能性がある。そしてそれは東京の株式市場での輸出株への売り圧力となる可能性がある。

今回の G20 の声明全部を読んで全体的に思うことは、アメリカの反省も感じられるし、今まで世界経済の中では拡大する経済規模にも関わらず国際経済機構（G8、IMF、世界銀行など）の中では軽視されてきた途上国に正当な台頭を許した（投票権の引き上げ）という意味でも、また金融機関の資本増強、報酬に対する制約的な考え方の導入を決めたことを含めて、世界の経済主要国は世界経済の改革に必要な一步を踏み出したと言える。G20 が言うとおり、これは「枠組み」となりうる。もっとも多くの指摘が有るとおり、「G20 メンバー相互間での経済政策の監視」などを含めて

「ではこれを具体化できるのか」

「多くの貿易摩擦を抱えるアメリカと中国が実際にこの枠組みを維持できるのか」

「結局内部対立で出来ることは限られているのではないか」

という懸念は残る。今の段階では G20 が打ち上げた新しい「枠組み」の実現可能性はタイムなタイムテーブルの中で実現を図れるかどうかを予測してみれば、地球温暖化防止に向けた努力と一緒にかなり難しいだろう。しかし G8 の時代が終焉、「G20 の時代の始まり」が象徴するように新しい枠組みの開始ではあり、その枠組みは市場の枠組みをも変える力があると考えられる。

### 《 continue to employ a wide range of tools 》

一方で、従来から発表形式がほぼ決まっている FOMC 声明は、出口戦略への移行に関して微妙なニュアンスを残しました。声明は、「経済活動は活発化し、金融市場の状況はさらに改善し、住宅市場の動きは増している」としながらも、経済活動を促進し、物価の安定を維持するために発動した金融手段（政策）を引き続き採用すると述べた。当初株価はこれを好感したものの、その後は反落した。

FOMC 声明後のニューヨーク株価の反落（金曜日を含めて）は、出口戦略の発動、その手順に関する憶測から生じている。声明は、FF 金利誘導目標の 0 ~ 0.25% での維持をうたい、金利水準に関しては「今後も相当期間での例外的に低い FF 金利水準維持の可能性が大きい」と述べ、金利面での超緩和措置は継続すると宣言。

問題は非伝統的な金融措置の解除時期と手順である。住宅ローン貸し出しと住宅市場を支援し、民間金融市場の全般的な状況を改善するために FRB は MBS (mortgage-backed securities) を 1 兆 2 5 0 0 億ドル、その他の住宅市場支援機関の債務を最大 2 0 0 0 億ドル購入するとしているが、その期限を FOMC は今回 2 0 1 0 年の 3 月末まで延長した。その間は、市場の変化をスムーズにするために、購入ペースは徐々に落とす。8 月の FOMC 声明では、「the Federal Reserve will purchase a total of up to \$1.25 trillion of agency mortgage-backed securities and up to \$200 billion of agency debt by the end of the year.」と、購入期限は今年末までとしていた。量は変わらないので政策効果は同じだとも

言えるが、一方では一回の買い取りの量を今後は減らしていくと見ることも出来る。

もう一つ議論となったのは、今回の声明で「In these circumstances, the Federal Reserve will continue to employ a wide range of tools to promote economic recovery and to preserve price stability.」となっている部分だ。8月の声明では「In these circumstances, the Federal Reserve will employ all available tools to promote economic recovery and to preserve price stability.」となっていて、「all available tools」が「a wide range of tools」になったのは、緩和姿勢が弱くなったのではないかと、この判断が市場の一部で出た。

しかし、これはこの間の経済環境の改善を勘案すれば、つまり時間の経過の中で出口戦略を考えねばならない時期が迫っているという環境の中では、当然予想される表現の変化である。既に考え得る緩和措置をほぼ全部発動し尽くしているFRBとして、「all available tools」という表現を使い続けるのには無理があるから、「a wide range of tools」に表現を変えたと考えるのが自然だろう。特に深い意味はないと考える。そもそも何回も書いているとおり、米通貨当局は雇用が伸びてこない限りは簡単には出口戦略発動はできないと考える。

この声明でも、「job losses, sluggish income growth, lower housing wealth, and tight credit」という状況があり、さらに企業が依然として固定投資と雇用を削減している状況では、「economic activity is likely to remain weak for a time」と予想している。世界の金融当局による緩和姿勢は徐々に非伝統的な金融政策・措置を時間切れ、延長打ち切りとしながらも、暫く続くと考えるのが自然である。

今週の主な予定は以下の通りだが、引き続き重要な指標が発表される。日本では短観が発表されるし、アメリカでは月初と言うこともあって、雇用統計が出る。市場を取り巻く枠組みが変わる中で、個々の指標がどのようなインパクトを持つのかが注目される。

9月28日(月)	自民党総裁選投票開票 米8月シカゴ連銀全米活動指数 インド休場
9月29日(火)	9月都区部・8月全国消費者物価 米7月S&Pケースシラー住宅価格指数 米9月コンファレンスボード消費者信頼感指数
9月30日(水)	8月鉱工業生産 8月住宅着工件数 8月建設工事受注 米9月ADP雇用統計

10月1日(木)

米4 - 6月GDP(確報)  
米9月シカゴ購買部協会景気指数  
日銀短観  
8月商業販売統計  
米8月個人所得・支出  
米8月PCEコアデフレーター  
米9月ISM製造業景況指数  
米8月中古住宅販売  
米8月建設支出  
米9月国内自動車販売  
バーナンキ米FRB議長が下院金融サービス委  
で証言(「金融規制改革について」)  
中国建国60周年  
上海市場休場(8日まで、国慶節)  
香港市場休場

10月2日(金)

8月家計調査  
8月労働力調査  
米9月雇用統計  
米8月製造業受注  
2016年夏季五輪の開催地決定(コペンハーゲン)  
韓国市場休場

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。秋の気配が一層強まったと言える週だったと思います。週に二回は番組の為に早起きしている身からすると、家を出る時の明るさ(暗さ)には毎週のことですから非常に敏感になるのですが、先週は「あ、暗くなった」と強く思った週でした。それは同じ木曜日朝の番組に出ている人の中で意見一致した。

木曜日は毎週4時起きで5時過ぎには出ますが、夏ならこの時間でも出るときは既にかなり明るい。しかしそれが徐々に暗くなって先週はまだ夜明けが遠い感じだった。11月、12月ごろが一番「昼が短くなった」と感じる時期です。当たり前ですが。一月になると徐々に明るくなる。これも当たり前ですが。

それにしても、先週は声明だとかが多かった週です。一体何本読んだのかと思うほど。一連の国際会議がアメリカで行われたし、FOMCもあった。今週も日銀の短観などがありますが、「言葉が踊った」割には実際の世界の変化は実は遅い。しかし先週一週間を振り返ってみると、将来の変化をもたらすかも知れない大きな動きがあった週であったような気がする。実

際に今後どう各国（の政治）が動くのかが重要ですが。

今週は2016年のオリンピック開催地も決まる。その日にはアメリカでは雇用統計の発表ですか。ははは、なかなか忙しい。皆様も体調維持にはお気を付け下さい。風邪（H1N1を含めて）の季節も接近している。

今週も良い一週間を。

《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。》