

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2040号 2010年10月25日(月)

《 more market determined exchange rate systems 》

慶州の G20 から出てきた声明は、それだけ読むと会合以前の状況とどのくらい変化があったのか明確には分からない文章となっている。アメリカが「貿易黒字・赤字を2015年までに GDP 比で4%以内に抑える」という数値目標を出したと知っている「その方向は残っているな」と分かる程度である。しかし考えてみれば、「貿易不均衡、その拡大は世界経済にとって望ましくない」という考え方は以前からあるものであって、珍しくはない。

「基礎的な経済のファンダメンタルズを反映した、より市場が決定する為替システムへの動きを強め、通貨の競争的な切り下げを避ける」という部分は市場の機能を重視するように、また参加国は介入を控えるように」と促しているようであり、「準備通貨国を含めた先進経済諸国は、為替相場の過度な変動や無秩序な動きに対して警戒を怠ってはならない。それによって一部途上国が直面している資本の流れの過度な変化を和らげる」という部分は、ドルという基軸通貨を持つアメリカに「ドル安抑制」「一部途上国への資本の流れの緩和」を促しているように見える。しかしいずれも「のように見える」であって、各国に「では具体的に何をすべきか」を指示はしていない。

言うまでもなく、G20 の合意はそれぞれの国が貿易相手国の為替政策や金融政策に対する強い不満を抱く中で出来たもので、各国が利害をぶつけた上で出来た「玉虫色の合意」である。はっきりしたのは、IMF での中国など途上国の発言権が強まったくらいで、何度読んでも「ではこれからのマーケットにどのような具体的な影響が出るのか」「結局今以上に円高が進んだときには、日本の当局は介入するのかもしれないのか」などの問題は残ったままである。であるが故に、週明け10月25日朝の早い段階での為替相場が G20 以前の水準とほとんど変わっていないのは理解できる。

一部の参加国から「アメリカの金融緩和は、ドル安誘導とも言える一種の市場介入である」といった批判が出る中でも、11月初旬の FOMC が金融緩和を行う方向は変わらないだろうし、日本の通貨当局が「disorderly」を理由に80円割れのドル安にドル買い支援の介入をするかもしれないという状況は変わっていないと言える。

全文は最後に譲るとして G20 から出てきた声明の中で、為替市場に関係する部分を抜き出すと以下になる。

「-move towards more market determined exchange rate systems that reflect underlying economic fundamentals and refrain from competitive devaluation of currencies. Advanced economies, including those with reserve currencies, will be vigilant against excess volatility and disorderly movements in exchange rates. These actions will help mitigate the risk of excessive volatility in capital flows facing some emerging countries. Together, we will reinvigorate our efforts to promote a stable and well-functioning international monetary system and call on the IMF to deepen its work in these areas. We welcome the IMF's work to conduct spillover assessments of the wider impact of systemic economies' policies;

-continue to resist all forms of protectionist measures and seek to make significant progress to further reduce barriers to trade; and

-strengthen multilateral cooperation to promote external sustainability and pursue the full range of policies conducive to reducing excessive imbalances and maintaining current account imbalances at sustainable levels. Persistently large imbalances, assessed against indicative guidelines to be agreed, would warrant an assessment of their nature and the root causes of impediments to adjustment as part of the Mutual Assessment Process, recognizing the need to take into account national or regional circumstances, including large commodity producers. To support our efforts toward meeting these commitments, we call on the IMF to provide an assessment as part of the MAP on the progress toward external sustainability and the consistency of fiscal, monetary, financial sector, structural, exchange rate and other policies.」

《 no need for the dollar to sink more 》

私が注目したのは G20 声明より、それ以前のガイトナー米財務長官の米紙ウォール・ストリート・ジャーナルとのインタビューです。この方にアメリカの本音が出ているように思う。無論この発言は、G20 を前に日本や EU など先進主要国の隊列をそろえるために行った可能性もあるが、案外彼の素直な為替市場観が出ているように思う。ウォール・ストリート・ジャーナルの記事から引用する。

「Mr. Geithner divided world currencies into three groups. In one, he put countries with currencies "undervalued by any measure," especially China. He said, though, that if the pace of appreciation seen since September were sustained, it would help correct the undervaluation. Other emerging markets play a role, he said.

In a second group, he put "emerging economies with flexible exchange rates that intervene or impose taxes to try to reduce the risks of significant overvaluation, of

bubbles and of inflationary pressures." The U.S. isn't objecting to such efforts.

In the third group, he put "the major currencies, which are roughly in alignment now," a suggestion that he sees no need for the dollar to sink more than it already has against the euro and yen. Mr. Geithner emphasized that the U.S. is not pursuing a deliberate policy of devaluing the dollar. Earlier this week, speaking in Palo Alto, Calif., he said that no country can "devalue its way to prosperity and competitiveness." 」

新聞の見出しになったのは「he sees no need for the dollar to sink more than it already has against the euro and yen」の部分です。彼はここではっきりと「ドルは現状の対ユーロ、対円の相場水準以上に下落する必要性を見ていない」というもの。さらに彼が、「the U.S. is not pursuing a deliberate policy of devaluing the dollar」と言っている部分も重要です。市場はむしろ G20 の声明を勘案しながらも、こうした G20 以前の各国政府当局者の発言、そして今週から出てくるであろう G20 後の同様の発言を見ながら、しかしいっぺんの会合では動かしがたい市場の大きな流れを読みながらの展開となるだろう。

G20 後の一つの焦点は、「人民元の切り上げを加速化したいアメリカが、中国にその方向のタガをはめることが出来たのか」という点だろう。しかし筆者は、明確な答えは見えないと考えているし、むしろ「ノーに近いのではないか」と思う。中国は共産党の一党独裁であって、多党制創設にまで意見が拡大しつつある反日デモの開催許可から抑圧まで、またレアアースの輸出ペースのコントロール、日本やノルウェーなど問題を抱えた国との付き合いまで、何から何まで国家（共産党）の意思の中で動く国である。今のように中国国内の不満が溜まる中で、足早な人民元の切り上げを継続的に続けるとはとても思えない。それは温家宝首相が言っているように、「急激な人民元の切り上げは中国国内を不安定にする」からだし、今の政権は国民から選ばれていないという意味で統治の正当性を欠いているからだ。

アメリカが通貨問題でも中国に圧力をかけていることは重要だが、どう考えても中国はアメリカのペースでは人民元を切り上げることはしないだろう。中国の今の、そして次の指導層の最大の狙いは、「共産党の一党独裁の維持」であって、アメリカや ASEAN 諸国、日本やノルウェーとの外交関係の緊迫などは、国内の政治的安定維持に比べれば些事に見えているはずだ。もっとも、この週末の中国の反日デモのスローガンに「多党制を導入せよ」「住宅が高すぎる」といった、今までの「日本製品をボイコットせよ」とは明らかに色合いが違う中国共産党・政府を直接批判するものが現れたと報じられていることは注目に値する。

朝日の報道によれば、この週末にデモがあった宝鶏（陝西省）ではデモ隊は反日スローガンを赤色の横断幕、中国政府への批判などは緑と青の布と区別して行進したという。

中国共産党の一党独裁が直ぐに崩れるとは思わないが、中国の場合は内部の動き、特に権力闘争が回り回って外交関係に反映してくる。中国の為替政策を見る上では、中国の国内事情も見る必要がある。

今週の主な予定は以下の通り。

10月25日（月）	9月貿易統計 日本・インド首脳会談 米9月中古住宅販売件数 米9月シカゴ連銀全米活動指数 NZ市場休場
10月26日（火）	9月企業向けサービス価格指数 米8月S&Pケースシラー住宅価格指数 米10月コンファレンスボード消費者信頼感指数 米8月FHFA住宅価格指数
10月27日（水）	事業仕分け第3弾実施（30日まで） 米9月耐久財受注 米9月新築住宅販売件数
10月28日（木）	9月商業販売統計 日銀政策決定会合 日銀・経済物価情勢の展望 白川日銀総裁記者会見 独10月雇用統計 EU10月景況感指数 EU首脳会議（29日） NZ金融政策決定会合 ASEAN首脳会議／東アジア首脳会議
10月29日（金）	9月鉱工業生産 9月労働力調査 9月家計調査 10月都区部・9月全国消費者物価 9月住宅着工件数 9月建設工事受注 米7～9月GDP（速報）／個人消費（速報）／コアPCE（速報）／雇用コスト指数 米10月シカゴ購買部協会景気指数 米10月ミシガン大学消費者信頼感指数（確報）

《 HAVE A NICE WEEK 》

週末はいかがでしたか。相当寒くなりました。土曜日の朝は富士山麓に居たのですが、山は既にかなり紅葉している。さもありなんで、温度は午前8時前で7度くらいでした。むろん半袖ではもう行動できない。夏があれだけ暑かっただけに、「やっぱり秋は遅ればせながらでも日本には来るんだ」と思いました。天気予報がどのくらい信じられるかは別にして、今年は秋が短く直ぐに冬になるそう。

ところで本を一冊紹介します。「この厄介な国、中国」(岡田英弘著 ワック文庫)「は、中国という国を理解する上では非常に参考になります。私は「私の知識と重なる部分が多いな」と思って読みましたが、無論初めて知ることも実に数多くあって、多くの日本の方に読んで欲しい本です。例えばこの本の最初に出てくる「指桑罵槐」(しそうばかい)という言葉。中国人の行動を理解する上でキーとなる熟語として紹介されている。興味深い事が一杯書かれている。「中国の古代社会で果たした漢文の役割」など。

先週終わった第17期党中央委員会第5回全体会議(5中全会)では、習近平党国家副主席(57)が中央軍事委員会の副主席に就くことが決まった。胡錦濤の後釜はいろいろ綱引きがあったようですが、これで同氏が軍権掌握に向けて大きく前進、胡錦濤国家主席の後継者として次期最高指導者の地位に就くことが事実上確定した。

しかしこれからの中国の舵取りは難しい。先に触れたようにいよいよ民衆の中からデモでスローガンに「反共産党、反政府」を掲げる動きも出てきている。「統治の正統性」は時の経過と共に希薄になる。経済成長を国民に保証しなければならないが、成長はしばしば果実の不均等分配を呼ぶ。それは社会不安の高まりを意味する。

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。》

《慶州でのG20のコミュニケ》

Communiqué

Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors, Gyeongju, Republic of Korea

October 23, 2010

1. We, the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, met with a sense of urgency to fully address the economic challenges facing us today in preparation for

the Seoul Summit.

2. The global economic recovery continues to advance, albeit in a fragile and uneven way. Growth has been strong in many emerging market economies, but the pace of activity remains modest in many advanced economies. Downside risks remain and are different from country to country and region to region. Yet, given the high interdependence among our countries in the global economic and financial system, uncoordinated responses will lead to worse outcomes for everyone. Our cooperation is essential. We are all committed to play our part in achieving strong, sustainable and balanced growth in a collaborative and coordinated way. Specifically, we will:

- pursue structural reforms to boost and sustain global demand, foster job creation and increase growth potential;
- complete financial repair and regulatory reforms without delay;
- in advanced countries, formulate and implement clear, credible, ambitious and growth-friendly medium-term fiscal consolidation plans in line with the Toronto Summit commitments, differentiated according to national circumstances. We are mindful of the risks of synchronized adjustment on the global recovery and of the risks that failure to implement consolidation, where immediately necessary, would undermine confidence and growth;
- continue with monetary policy which is appropriate to achieve price stability and thereby contributes to the recovery;
- move towards more market determined exchange rate systems that reflect underlying economic fundamentals and refrain from competitive devaluation of currencies. Advanced economies, including those with reserve currencies, will be vigilant against excess volatility and disorderly movements in exchange rates. These actions will help mitigate the risk of excessive volatility in capital flows facing some emerging countries. Together, we will reinvigorate our efforts to promote a stable and well-functioning international monetary system and call on the IMF to deepen its work in these areas. We welcome the IMF's work to conduct spillover assessments of the wider impact of systemic economies' policies;
- continue to resist all forms of protectionist measures and seek to make significant progress to further reduce barriers to trade; and
- strengthen multilateral cooperation to promote external sustainability and pursue the full range of policies conducive to reducing excessive imbalances and maintaining current account imbalances at sustainable levels. Persistently large imbalances, assessed against indicative guidelines to be agreed, would warrant an assessment of

their nature and the root causes of impediments to adjustment as part of the Mutual Assessment Process, recognizing the need to take into account national or regional circumstances, including large commodity producers. To support our efforts toward meeting these commitments, we call on the IMF to provide an assessment as part of the MAP on the progress toward external sustainability and the consistency of fiscal, monetary, financial sector, structural, exchange rate and other policies.

3. Building on the success of the Toronto Summit, the Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth was refined, with the mutual assessment process carried out at country-level to tackle both short and medium term challenges. Informed by the IMF, the World Bank, the OECD, the ILO and other international organizations' analyses, the Framework provided a solid and practical platform for international cooperation to take place. In response to the tough challenges facing the global economy, we are developing a comprehensive action plan to mitigate risks and achieve our shared objectives. We will submit this action plan for consideration by our Leaders at the November 2010 Seoul Summit. Recognizing the benefits of the Framework, we agreed to recommend to Leaders that the country-led and consultative Framework process should continue beyond the Seoul Summit.

4. We have made significant strides since the adoption of the Action Plan to Implement Principles for Reform at the Washington Summit in November 2008, with support from the FSB. We are committed to take action at the national and international level to raise standards, so that our national authorities implement global standards consistently, in a way that ensures a level playing field and avoids fragmentation of markets, protectionism and regulatory arbitrage. To build a stronger global financial system, we have agreed to prioritize the following issues on the agenda for the Seoul Summit:

- Welcome and commit to fully implement within the agreed timeframe the new bank capital and liquidity framework drawn up by the Basel Committee and the Governors and Heads Of Supervision.
- Endorsement of the FSB's recommendations to increase supervisory intensity and effectiveness.
- Endorsement of the policy framework, work processes and timelines proposed by the FSB to mitigate the risks posed by Systemically Important Financial Institutions and address the 'toobig-to-fail' problems.
- Commitment to implement all aspects of the G20 financial regulation agenda, in an

internationally consistent and non-discriminatory manner, including the commitments on OTC derivatives, compensation practices and accounting standards and FSB principles on reducing reliance on credit rating agencies.

□ Further work on macro-prudential policy frameworks, including tools to help mitigate the impact of excessive capital flows; the reflection of the perspective of emerging market economies in financial regulatory reforms, including through increased outreach; commodity derivative markets; shadow banking; and market integrity.

□ Pursue our work decisively to tackle Non-Cooperative Jurisdictions.

5. We have reached agreement on an ambitious set of proposals to reform the IMF's quota and governance that will help deliver a more effective, credible and legitimate IMF and enable the IMF to play its role in supporting the operation of the international monetary and financial system. These proposals will deliver on the objectives agreed in Pittsburgh and go even further in a number of areas.

Key elements include:

□ shifts in quota shares to dynamic EMDCs and to underrepresented countries of over 6%, while protecting the voting share of the poorest, which we commit to work to complete by the Annual Meetings in 2012.

□ a doubling of quotas, with a corresponding roll-back of the NAB preserving relative shares, when the quota increase becomes effective.

□ continuing the dynamic process aimed at enhancing the voice and representation of EMDCs, including the poorest, through a comprehensive review of the formula by January 2013 to better reflect the economic weights; and through completion of the next regular review of quotas by January 2014.

□ greater representation for EMDCs at the Executive Board through 2 fewer advanced European chairs, and the possibility of a second alternate for all multi-country constituencies, and

□ moving to an all-elected Board, along with a commitment by the Fund's membership to maintain the Board size at 24 chairs, and following the completion of the 14th General Review, a review of the Board's composition every 8 years.

6. We welcomed the recent reform of the IMF lending facilities, including the enhancement of the Flexible Credit Line and the establishment of the Precautionary Credit Line to strengthen the global financial safety nets. We call on the IMF to

continue its work to further improve the global capacity to cope with shocks of a systemic nature.

7. We look forward to the multi-year action plan of the G-20 Working Group on Development to promote inclusive and sustainable economic growth and resilience in developing countries. We are committed to meeting the Millennium Development Goals by 2015 and will reinforce our efforts to this end, including through the use of the Official Development Assistance. We reaffirm our commitment to an ambitious replenishment of the World Bank's International Development Association. We welcomed the progress of the Global Agriculture and Food Security Program in rapidly scaling up agriculture assistance in several developing countries and invite further contributions.

8. We welcomed a set of actions identified to improve access to financial services for the poor and SMEs. We welcomed the strong response to the SME Finance Challenge and look forward to the announcement of the innovative winning entries at the Seoul Summit. We agreed to develop a funding framework to support the effective implementation of the winning proposals of the SME Finance Challenge. We agreed that a global consultative mechanism is needed to maximize the impact of the work on financial inclusion and enhance coordination amongst different initiatives and stakeholders.

9. We noted the progress made on rationalizing and phasing out inefficient fossil fuel subsidies and promoting energy market transparency and stability and agreed to monitor and assess progress towards this commitment at the Seoul Summit.

10. Recognizing the importance of enhancing public-private partnership to promote economic growth beyond the crisis, we welcome the work done by the 12 Seoul G20 Business Summit Working Groups.

11. We thanked Korea for hosting the Finance Ministers and Central Bank Governors meetings this year and welcomed France as chair in 2011.