

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2158号

2013年04月15日(月曜日)

《 U-turn just before 100 》

今週の市場では、1) ドル・円で100円を目前に先週末の海外市場で折り返し状態になっている“円安”の状況が、今後どうなるのか 2) 一貫した円安の中で進んできた東京株式市場の株高が、今後「円安離れ」できるかどうか――が焦点になると思われる。

第一の点については、「いずれは100円を突破する」という見方が多かった中で、先週のドル・円は100円の直前で足踏みした。最接近は99円95銭。実はそれ以前にも先週の市場では「簡単には100円を超えられない」という雰囲気が漂っていた。100円の手前では値動きは鈍くなり、明らかに逡巡している雰囲気があったからだ。これには二つ理由があったと思う。

1. 市場での突破予想にも関わらず、市場心理的にも、そして報道上のメルクマールとしても重要な1ドル=100円を超えて円安方向に急速に動けば、韓国や中国、さらにはアメリカの自動車産業あたりからも「日本は円安誘導」の非難が聞こえてきそうな雰囲気があり、100円を踏んだ段階からは「暫く落とされる予感があった」と
2. モメンタムとして100円超えは当然とする見方がある一方、産業界などから聞こえてくるドル・円の望ましい水準としては「95～100円」が圧倒的で、言ってみれば100円は円安の一応の目標値であり、達成感が出るころであって、それを上回る円安には当面直ちに正当性を付与できないように見えた

そもそもドル・円相場は、円安の修正を迫る材料がなくても99円95銭をドルの高値にしてそれ以上の100円をトライできない理由があったと言える。つまり、円が一端逆サイドに振れる可能性はそもそも高かった。相場だから当然上げ下げがあるし、行き過ぎや短時間での一方向への動きは時に調整される。

4月4日の日銀の新政策発表以降の円の下げは、各国通貨に対してやや「スピード違反」のそしりは免れなかった。100円突破がある程度の時間の経過の中で進むとしたら認められるかも知れないが、「今はあまりにも荒々しい」となれば、日本以外の国も関心(警戒)を持たざるを得ないという状況だ。

そこへ出てきたのが「Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies」（サイトと日本部分の全文は後に出てきます）と題する12日公表の米財務省の議会向けの報告書だった。この報告書は、今年2月のG-7とG-20における為替に関する合意（countries would not target exchange rates for competitive purposes）に触れた後で、「It is important that these commitments be maintained by all G-7 and G-20 members.」と書いている。当然だろう。

《 **closely monitor...** 》

更に報告書は、日銀の4月頭の日銀の新政策発表の中味に触れた後に「We will closely monitor Japan's policies and the extent to which they support the growth of domestic demand.」と述べ、さらに日本に関する部分の最後に

「We will continue to press Japan to adhere to the commitments agreed to in the G-7 and G-20, to remain oriented towards meeting respective domestic objectives using domestic instruments and to refrain from competitive devaluation and targeting its exchange rate for competitive purposes.」

と述べている。要するに米財務省は一貫して「G-7とG-20の合意範囲」を逸脱した為替・金融政策を日本に取らないようにと要請しているということだ。加えてこの報告書は、口うるさい米議会への報告書であるが故に、「monitor」とか「press」という単語を使って「（財務省は）ちゃんと見ていますよ」と議会に対して述べたと言うことだと思う。しかしそれらの当たり前的事实だけでも、円相場を一端100円から大きく離す力としては十分だった。

しかしこの報告書をよく読むと、実は米財務省が一番言いたかった事は、上に紹介した文書の前にある文章に存在するということが分かる。アメリカは日本における内需の増加は一貫して支持している。それは先のG-7やG-20の前から変わらない。「競争条件の有利化に為替を使うな」と言っているだけで、100円という具体的な水準が駄目と言っているわけでもないし、今までの段階で日本がG-7とG-20での約束を破ったと言っている訳ではない。財務省が本当に言いたかった事は

「In order to support a stronger economic recovery and increase potential growth, it is important that Japan take fundamental and thoroughgoing steps to increase the dynamism of the domestic economy, by easing regulations that unduly deter competition in its domestic economy. Macroeconomic stimulus will be supportive in the short-term but cannot be a substitute for structural reform that raises productivity and trend growth.」

という文章だと筆者は思う。つまり「国内経済の成長を阻害している各種の規則 (regulations) を緩和」することによって、「日本が国内経済のダイナミズムを増すために基本的、かつ抜本的な措置を取る」ことが、経済成長力をより強め、潜在的な成長力を増す、という点だ。

この報告書を外国為替市場が「もしかしたら円安傾向に対する米財務省のベール付きの批判」と受け取ったのは、あの状況（円が100円に迫った）では当然だろう。しかし繰り返すが、米財務省が100円を特に意識していると言っている訳ではないし、「(これまでのところ違反はないが) G-7 と G-20 の合意の精神は守ってね」と言っているというだけである。

《 new G-20 in Washington 》

今朝のシドニー市場の展開は、私が見ていた範囲では一度97円台の後半にまで円が上昇した。薄商いの中での相場展開だが、まだポジションを調整した向きもあったかも知れない。しかしその後はゆっくりと98円台の円安の方向に向かっている。100円の手前での攻防を考える上で重要なのは、日銀の新政策発表後初めて開かれる国際会議だ。18、19日の両日にワシントンで日米欧の先進国に中国、インドなどの新興国を加えた20カ国・地域 (G20) 財務相・中央銀行総裁会議が開かれる。

この会議では日銀の緩和策で円安が急激に進んだことに対し、新興国や韓国、それに場合によっては欧米など先進国からも「事情を聞きたい」という声や、さらに不満の声が出ることも予想され、黒田新総裁がこうした指摘や圧力をどうかわすことができるかが焦点の一つとなる。「デフレ脱却」が大きな説明理由だが、筆者はこの会合から出てくる声明の中のことさら国名（具体的には“日本”）を入れた声明が出るとは予想していない。

筆者がもう一つ今週のマーケットで関心を持って見ているのは、「株価の為替離れ」が可能かどうかという点だ。ドル・円がいずれ100円を突破するにせよ、これからの外国為替市場では少なくとも円安のペースは大幅に落ちる。というか、小刻みな調整を織り込みながら時間をかけて円安に展開するだろう。その時に東京の株価が上値を追えるのか、という問題である。

先週末のニューヨークの株価が横ばいであったことでも分かる通り、アメリカが誇る世界的企業の株価（ダウ工業株30種）は強い。その背景は今週から本格的に発表される各社の業績も良いだろうし、何よりも不動産セクターを中心にアメリカ経済が活力を取り戻しつつあるという見方による。対して今までの日本の株価上昇は、もっぱら「円安頼み」だった。そういう意味では、日本の株価がさらに上値を追うためには「日本の実体経済の良さ」が必要だ。もしそれがあれば、日本の株価も上値追いを続けられる。

筆者は過去6ヶ月間の円安が日本の輸出産業にもたらした恩恵は非常に大きいし、その恩恵の全てはまだ東京の株式市場の株価には織り込まれていない、と見る。よって日本の株

値は円安の同時進行がなくても、まだ上昇する可能性があると考えている。しかし今後の株価続伸の為には、日本経済そのものが活力を取り戻し、企業の投資行動が上向きになり、企業の業績が伸びる安心感が醸成されることが必要であると考えて居る。

今週の主な予定は以下の通り。

0 4月15日（月曜日）	2月鉱工業生産・確報 中国1~3月期GDP 中国3月工業生産高・小売売上高 中国1~3月都市部固定資産投資 (米)4月ニューヨーク連銀製造業景気指数 (米)2月対米証券投資 (米)4月NAHB住宅市場指数
0 4月16日（火曜日）	(米)3月消費者物価指数 (米)3月住宅着工件数 (米)3月建設許可件数 (米)3月鉱工業生産 (米)3月設備稼働率
0 4月17日（水曜日）	(米)米地区連銀経済報告（ベージュブック）
0 4月18日（木曜日）	3月通関ベース貿易収支 4/13 対外及び対内証券売買契約等の状況 (米)4/13までの週の新規失業保険申請件数 (米)4月フィラデルフィア連銀景況指数 (米)3月景気先行指数
0 4月19日（金曜日）	2月景気動向指数・改訂値

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。日曜日は風が強かったですね。遅めの花見の会が浜離宮であったのですが、まあ風が強くて難渋したこと。敷いたシートが飛びそうになりました。

ところでこの週末は「色彩を持たない多崎つくると、彼の巡礼の年」という長い題名の村上春樹の新作小説を読みました。3冊（so far）に及んだ「1Q84」に比べれば随分と読みやすい小説だ。370ページ。

でも正直言って、期待したような意外性のある話の展開ではなかった。高校時代の仲良し5人組と、そこから理由も告げられずにはじかれた多崎つくると、時間を置いた理由を探す旅路。「1Q84」にあった話のスケールの大きさとか、巨大な不可解さとか、こみ入った展開はない。六本指（多指症）くらいだろうか。

前作と同じなのは、「ここで終わるのか....」「このあとは一体どうなるんだ...」という一種の消化不良感を読者（私）に残しながらの「了」。むろん村上春樹がハッピーエンド小説など書くとは思っていないが、「ここで止まってもらってもな」という印象もした。「勝手に想像せい..」ということでしょうか。

作品全体に音（音楽）が流れるイメージが漂うのが村上作品の一つの特徴だと思うのですが（前作ではのっけがヤナーチェックのシンフォニエッタ）、今回もそうです。静かーに、今回の作品でも音が鳴り続ける。列車の音だったり、ピアノの音だったりする。そしてしばしばセクシャルな夢とそのものを指す単語が登場し、人が成長する過程で人間関係にやむなく生ずる行き違いのプロセスが明らかになる。ダブル・リアリティ感はお馴染みだ。

胸にストーンと落ちる表現がいくつかあった。「人の心と人の心は調和だけで結びついてるのではない。それはむしろ傷と傷によって深く結びついているのだ。痛みと痛みによって、脆うさと脆うさによって繋がっている」（307 ページ）とか「人生は複雑な音符のようだ..... たくさんの奇妙な記号と、意味不明な書き込みとで満ちている」（343 ページ）など。相変わらず文章はうまい。

どこか懐かしさを感じる作品です。村上作品を全部読んでいないわけではないが、その「懐かしさ」は、少し以前の彼の作品のモチーフに戻ったような気がするせいでも、また自分にとってかなり昔の高校生の時代に話のスタートがあるからなのかも知れない。私として「こういう展開かも...」と思いながら読んでいると、そう展開することもある村上作品です。誰もの過ぎ去った若者の世界にありそうな。そういう意味では身近な印象もある。

でもどうなんでしょうか。この作品が彼のノーベル文学賞受賞に後押しとなるのかどうか..... と思う。

皆さんには良い一週間を。

《 資料 Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies 》

米財務省が4月12日に公表した議会への「国際経済および為替レート政策に関する報告書」の全文は、いかのサイトにありますが、今回はその中の日本に関する部分をレポートの一部として残しておきます。下線は筆者が引いたものです。もとのレポートにはありません。

<http://www.treasury.gov/resource-center/international/exchange-rate-policies/Documents/Foreign%20Exchange%20Report%20April%202013.pdf>

Japan

The yen foreign exchange market is one of the largest and most liquid in the world, accounting for about 19 percent of the roughly \$4 trillion in daily global foreign

exchange transactions, according to surveys by the Bank for International Settlements (BIS). Japan maintains a floating exchange rate regime.

The G-7 intervened jointly in March 2011 to steady disorderly market conditions following the Tohoku earthquake and tsunami. Japan intervened unilaterally in August 2011 (purchasing \$58 billion in foreign exchange) and again between October 31 and November 4, 2011 (purchasing \$116 billion). Japan has not intervened in the foreign exchange markets in over a year, though the authorities issued numerous public statements regarding their desire to “correct the excessively strong yen” in the weeks following Prime Minister Abe’s election on December 16, 2012. However, the Japanese government joined the G-7 statement of February 2013, affirming that their policies would be based on domestic objectives using domestic instruments, and not target exchange rates. Since then, Japanese officials have clearly ruled out purchases of foreign assets and have largely refrained from public comment on the desired level of the exchange rate. Japan was also part of the subsequent G-20 consensus and statement at the February 2013 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting in Moscow, that countries would not target exchange rates for competitive purposes. It is important that these commitments be maintained by all G-7 and G-20 members. The yen depreciated steadily against the dollar during the second half of 2012 and into 2013 as global economic risk sentiment receded and Mr. Abe promised to pursue aggressive monetary easing both during his campaign and as a key part of his administration’s economic policy agenda. The yen depreciated by 8.7 percent against the dollar to ¥/\$ 86.7 during the second half of 2012, and depreciated by an additional 12.5 percent to ¥/\$ 97.6 in 2013 through early April.

In its latest Article IV Consultation Report for Japan (July 2012), prior to these exchange rate movements, the IMF had assessed the yen’s real effective exchange rate to be moderately overvalued. On a real trade-weighted basis, the yen depreciated by 9.2 percent during the second half of 2012 and an additional 10.8 percent in the first two months of 2013. Since June 2012, Japan’s foreign currency reserves decreased by \$9.0 billion on valuation changes, as the dollar strengthened against other currencies held in Japan’s reserves. As of February 2013, reserves were \$1.2 trillion, the second-largest stock of reserves in the world.

The Japanese economy continues to recover from the earthquake, tsunami, and nuclear power plant disasters of 2011, and economic sentiment is beginning to improve. Real

GDP expanded 2.0 percent for all of 2012. The economy was supported by strong personal consumption and reconstruction spending in the early part of 2012. However, real GDP growth contracted in the second half of 2012 due to declines in private consumption, investment, and exports. In order to spur recovery, escape from Japan's longstanding deflation, and support future growth, Prime Minister Abe has framed his economic policy strategy around the "three arrows" of fiscal stimulus, aggressive monetary easing, and (as yet to be specified) structural reforms.

Japan's fiscal outlook remains challenging. Japan's fiscal deficit is likely to remain at 10 percent of GDP in 2013, the same as 2012, as the fading of reconstruction spending is roughly offset by the Abe Administration's fiscal stimulus. The stimulus package centers on reconstruction and disaster preparedness spending, increased business investment, and measures to support small businesses. Prior to the stimulus announcement, the IMF projected that the government's gross debt will reach 240 percent of GDP – the highest in the OECD— in 2013, and estimates that the scheduled increase in the consumption tax from April 2014 and other reforms amount to about half of the adjustment necessary to stabilize and begin to reduce Japan's debt to GDP ratio. Gradual but persistent deflation has plagued Japan for the last 15 years. As of January 2013, core consumer prices (excluding food and energy) are down 0.7 percent year-over-year. Headline consumer prices are down 0.4 percent, despite increased energy costs stemming from the weaker yen and increasing demand for energy imports due to the ongoing shutdown of most of Japan's nuclear power reactors. Consistent with Prime Minister Abe's campaign calls, in January the Bank of Japan (BOJ) adopted a 2 percent inflation target as part of a joint statement with the government, and committed to additional injection of liquidity through an open-ended asset purchase program to begin January 2014. On March 15, Japan's legislature approved Mr. Abe's nomination of Haruhiko Kuroda as the new Governor of the central bank.

On April 4, the BOJ Policy Board approved a new policy framework comprised of four main components: (1) shifting the policy operating target from the overnight call money rate to the quantity of the monetary base, with a target of ¥60–70 trillion annual growth; (2) expanding the BOJ's purchases of long-term Japanese government bonds (JGBs) to an annual pace of about ¥50 trillion on a net basis (roughly ¥7 trillion in monthly purchases), and extending the average remaining maturity of JGB holdings from the current nearly 3 years to about 7 years; (3) purchasing more risk assets, such as exchange-traded funds (ETFs) and Japanese real estate investment trusts

(J-REITs); and (4) committing to maintain the new policy framework as long as necessary to maintain 2 percent inflation “in a stable manner.” We will closely monitor Japan’s policies and the extent to which they support the growth of domestic demand.

In 2011, Japan’s goods trade balance fell into deficit for the first time since 1980 as exports slowed following production disruptions, while imports increased on higher commodity prices and rising demand for reconstruction materials. The deficit in Japan’s trade balance continued to rise in 2012. Deteriorating consumer sentiment in the Euro Area, slowing demand from China – exacerbated in September by a territorial dispute – and growing demand for imported energy led the 2012 trade deficit to more than double. The deterioration of Japan’s trade balance has resulted in a substantial narrowing of the current account surplus from almost 4 percent in 2010 to only 1 percent in 2012. Japan’s bilateral trade surplus with the United States totaled \$28.6 billion in the second half of 2012, up slightly from \$28.3 billion in the second half of 2011. In March 2013, Prime Minister Abe announced Japan’s intention to join the Trans-Pacific Partnership (TPP) trade negotiations. The announcement has been interpreted as launching the third arrow of Mr. Abe’s economic reform strategy, in so far as TPP accession acts as a catalyst for internal reforms such as deregulation. Additionally, the Abe Administration has asked that a group of advisory councils draw up a growth plan, potentially to be announced in June. The committees’ focus includes industrial competitiveness, regulatory reform, science, and technology policy.

In order to support a stronger economic recovery and increase potential growth, it is important that Japan take fundamental and thoroughgoing steps to increase the dynamism of the domestic economy, by easing regulations that unduly deter competition in its domestic economy. Macroeconomic stimulus will be supportive in the short-term but cannot be a substitute for structural reform that raises productivity and trend growth. We will continue to press Japan to adhere to the commitments agreed to in the G-7 and G-20, to remain oriented towards meeting respective domestic objectives using domestic instruments and to refrain from competitive devaluation and targeting its exchange rate for competitive purposes.

《当「ニュース」は三井住友トラスト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、三井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。》