

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1872号 2007年04月16日(月)

## 《 weak warning from G7 》

何事も、印象は初回が強く、二回目はぐっと弱まるものです。G7 声明に盛り込まれる声明の中の文章もそうです。毎回為替に関して使われる

「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.」

という文章は、今では誰も関心を払わない。良く読めばこの文章の意図するところを実行（介入）に移す非常に重要な手掛かりが込められているにもかかわらずです。前回声明に初めて入って「今回はどうするだろう」と思っていたフレーズは

「Japan's recovery is on track and is expected to continue. We are confident that the implications of these developments will be recognized by market participants and will be incorporated in their assessments of risks.」

でしたが、「are confident」の部分が「remain confident」になっただけで、文章の意図するところは全く変わっていない。「Japan's recovery」以下の文章が紐解けばいつもそこにある恒常的文章になる危険性が非常に高まった G7 だったといえる。三回目に同じ文章が入っても、市場の関心は著しく弱いものになるでしょう。G7 が本当に円安に警戒的になったら、その時は文章を変えなければならない。

今回の G7 には、前回とは異なった点があった。アメリカの知財関連での WTO 提訴に腹を立て、中国が参加しなかった。加えて、前回の 2 月上旬のエッセンス G7 で主にユーロに対する円安批判の急先鋒だったシュタインブリュック財務相が家族との旅行を優先して G7 を欠席してしまった。これではドイツとともに円安批判の急先鋒だったフランスも意気が上がらない。アメリカはもともとポールソンやバーナンキを含めて、「円は自由な市場で相場が決まっている。操作はない」という意見だった。今回の G7 はその日米の雰囲気を投影した。

G7 が声明で進む円安に関して、目新しくない、弱々しい警告を再び載せただけの結末にな

って何が起きるか。G7 声明は確かに日本の景気回復が順調であり、今後も続く可能性があるから市場関係者はよくリスク（円高にもなりますよ、と）の取り方において考慮するようにと警告している。しかし繰り返すが二番煎じで存在感が薄くなり、新たな警告がなかった分だけ市場関係者の円安歓迎ポジション造成意欲は当面強くなると思慮できる。進むのは円安だろう。

当分はそうであろう。しかし一番肝心なのは、そもそも今の相場レベルを将来的な展望の中で考えて、どのレベル（円安が過ぎているのか、まだ余地があるのか）だと考えるかだ。相場をやっている人間にとって何か重要なのかと言えば、例えば1ユーロ = 160円を超えているユーロ・円相場の水準を、「まだ円安・ユーロ高を望める水準」かどうか考えることであって、相場材料が指し示す方向ではない。材料がある方向を指し示していても、相場がそれを既に織り込んだレベルに来ていたり、相場が動ける範囲の上限に張り付いていたら、平気で材料が示す方向とは逆に動く。

### 《 how far can YEN weaken ? 》

2月に行われていた前回のエッセン G7 以前の相場水準と比べると、円相場の水準は二手に分かれているのが分かる。先週末時点で、ドル・円とポンド・円は当時の120円台240円近くには達していない。その分だけ、ポンド買い、ドル買いには市場に躊躇があったと言うことでしょう。対して、ニュージーランドとオーストリアのドル、それにユーロに関して円安は当時を上回る水準に達している。市場はこれら通貨に対する円安進行には躊躇がなかったと言うことだ。

もちろんこれは個人的な印象だが、目指すレベルと言うことを考えれば、例えば1ユーロ = 180円のユーロ・円、1豪ドル = 110円、1ニュージードル = 100円、加えて1ポンド = 280円のポンド・円、1ドル = 130円のドル・円などは相当政治的には無理が生じる水準だと思える。今回の G7 が前回の同じ文句を繰り返した程度では決して済まないような。

そういう観点で言うならば、現在のレベル以上の円安には行くかも知れないが「市場も当局も局面局面においては非常に神経質になる領域に入る」と理解するのが自然である。つまり、2月下旬の世界的な株価下落の際に外国為替市場で生じたような急激な円高とその後の気迷い、そして恐る恐るの円安期待ポジションの造成というプロセスを繰り返す可能性である。むしろ、その円高の程度と深さは、その時々々の円安の水準によって異なるし、円安プロセスに戻るペースもそれぞれ違ったものになるだろう。可能性としては、日本の金利水準やアメリカ経済の実態、それに各国での政治状況によっては円安に暫く戻らない場面も想定される。

「日本の景気回復は順調」(Japan's recovery is on track) に入る前の世界経済に対する G7 評価と、G7 参加各国に関する声明最初のパラグラフに対する評価を少し個々で見てお

く。なぜなら、2月下旬に大きな市場の混乱があって、2月のG7声明で表明された楽観的なシナリオがどう変わるかに市場の関心が集まっていたからである。前回の文章は以下の通りである。

「We, Finance Ministers and Central Bank Governors, met today to evaluate the global economic outlook. Global growth is more balanced. In our economies, performance remains favourable. The US economy is experiencing solid activity, while adjusting to a more sustainable growth path. Canada and the UK remain on a strong and balanced growth path. The euro area is experiencing an increasingly broad-based upswing.」

そして今回はこうなった。

「We, Finance Ministers and Central Bank Governors, met today to evaluate the global economic outlook. Although risks remain, the global economy is having its strongest sustained expansion in more than 30 years and is becoming more balanced. In our economies, U.S. economic activity remains solid even as domestic demand moderates to a more sustainable growth path. The euro-area is experiencing a healthy upswing. UK growth remains robust and Canadian growth is accelerating.」

前回は「我々G7諸国の経済では、経済の推移は順調である」とさらっと楽観論を述べた部分を今回は下線のようにして、リスクの存在に留意しながらも「世界経済は過去30年以上でもっとも強い持続的な景気拡大を達成しつつあり、加えてそのバランスも以前に増して良くなってきている」と前説する。つまり、世界経済の強さに対する各国先進国財務相と中央銀行総裁の認識は、「1970年代の後半以降もっとも良好になった」と言うことだ。考えてみればこれは凄いことである。70年代の後半と言えば、第二次石油ショック(79年)と世界的な大インフレ、それに伴う金利の高騰、ブラック・マンデーにおける株価の急落(87年)そして89年のベルリンの壁崩壊、90年代の日本を中心とするデフレ危機、90年代後半のアジア通貨危機、その後のITバブルの崩壊など全部を包括する。こうした波瀾万丈のいつの期間にも増して、

「世界経済は過去30年以上でもっとも強い持続的な景気拡大を達成しつつあり、加えてそのバランスも以前に増して良くなってきている」

と宣言しているのである。このところの世界の新聞(日本の新聞を含めて)を見れば、世界経済や各国経済が抱える格差を含めて部門の不均衡を一切捨象して「30年以上でもっ

とも強い持続的な景気拡大を達成しつつあり、加えてそのバランスも以前に増して良くなってきている」と言っているのである。日本の新聞が特にそうだが、世界の新聞に載る懸念材料は杞憂に過ぎないのか？

### 《 remains solid and a more sustainable growth path 》

筆者はこう考える。グローバルに見れば、確かに需要と供給は非常によくバランスしている。だからインフレもデフレも起きない。また、各国による成長率の格差もあるが、世界全体で均せば4～5%のレベルに填っている。加えて何よりも重要なことはG7に集まった連中が一番心配するインフレがなく、雇用もG7諸国ではかなり強くなっている。だから彼等にとっては今の世界経済は「前任者の時代に比べればよほど良い」と映る。それは確かだろう。

しかし筆者が2月19日の号(<http://www.ycaster.com/news/070219.pdf>)で冒頭指摘したような「世界の政策当局者が、今のグローバルな経済のパフォーマンスに少し慢心気味なのではないか」という印象は残る。このニュースの読者にあらわれては、筆者の2月19日号を改めて読み返して欲しい。筆者はここで、世界の政策運営当局者の楽観論にもかかわらず、世界経済が直面している問題として以下のようなことを挙げた。

1. 世界経済は「良好」という全体的な認識にもかかわらず、多くの国と地域で「経済の形」「繁栄の参加度」への不満が高まっていて、その多くは「格差の問題」として取り上げられている
2. 「格差」とは具体的には、「まるめた良好な数字」の中にもその果実に預かれない人、企業、地域の増大とその永続化であり、そこには「いつかその繁栄に預かれる」という確信の離散が見られる。世界的な傾向だ
3. この結果、「まるめた数字が良好」にもかかわらず、世界的に今の経済状況に対しては多くの国や地域で不満が噴出している。高い成長率にもかかわらず、全体的な「好況感の欠如」はこれを背景とし、日本もそうである
4. 世界各国の政治体制は、ベルリンの壁が落ちて以降、圧倒的に市場経済・民主主義への志向が見られたが、ここ数年は南米を中心に市場経済への疑念を前面に掲げ、「結果平等」を掲げる考え方が台頭しつつある

むろんこれらはG7参加者の責務ではないが、世界経済の安定を考える上では非常に重要な課題である。加えて最近の動きを見ると、3月に議会証言したバーナンキはアメリカ経済が引き続き強いと指摘しながらも、金融政策を巡っても、経済を巡っても不安感やリスクが高まっていると証言している。しかしG7声明に取り上げられたのは、「U.S. economic activity remains solid even as domestic demand moderates to a more sustainable growth path」だけだ。

19日に使った「まるめた数字」という言葉を再び使うが、数字の世界（成長率、インフ

レ率など)では確かに世界経済は好調である。しかし、今朝の世界各地の新聞が指摘しているとおり、世界経済は多くの不安要因やリスクを常に内包していると考えるのが自然である。一体バレル60ドルを超える原油価格が持続可能なのか、トウモロコシ価格が高騰して途上国支援に使われなくなった現状から見て、世界は安定した食糧供給を続けていけるのか、中国にばかり集まる外貨準備は世界的な不均衡による市場不安定化のきっかけに繋がらないかどうか、など。

むろん、G7 諸国首脳はこうしたリスクを承知していたはずだ。しかし、こうしたリスクを敢えて白日の下に晒すことを嫌がったということでしょう。その理由は、前回までの声明では世界経済に強気できたから、ここで弱気になるのは対市場おいても好ましくないという背景があるのかも知れない。

しかし市場の人間としては、当局が「楽観的」と言っている中でも、2月の下旬から3月中旬にかけての世界的な市場の大きな混乱のようなことが十分起こりうることは心に留めておいた方が良いでしょう。G7 声明の最初の3パラグラフは以下の通りです。

「We, Finance Ministers and Central Bank Governors, met today to evaluate the global economic outlook. Although risks remain, the global economy is having its strongest sustained expansion in more than 30 years and is becoming more balanced. In our economies, U.S. economic activity remains solid even as domestic demand moderates to a more sustainable growth path. The euro-area is experiencing a healthy upswing. UK growth remains robust and Canadian growth is accelerating.

Further strengthening and rebalancing of domestic demand is desirable to help ensure the global economic expansion remains robust. We continue to be committed to maintaining price stability as the best contribution that monetary policy can make to sustained global growth. We will do more to increase trend economic growth rates, especially through structural reforms such as improving labor markets and long-term fiscal sustainability. We are confident that the continuation of our policies will support economic growth and contribute to reduce international imbalances. We will continue to work together to support the global adjustment process and urge others to do likewise.

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. In emerging economies with large and growing current account surpluses, especially China, it is desirable that their effective exchange rates move so that

necessary adjustments will occur.

### 《 why FOMC changed it statement 》

先週の市場で話題になったのは、3月末に行われた連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録でした。以下のように書いてあった。最後の方です。

「In light of the recent economic data and anecdotal information, the Committee agreed that the statement to be released after the meeting should note that economic indicators had been mixed, that the adjustment in the housing market was ongoing, and that the economy seemed likely to expand at a moderate pace over coming quarters. Members agreed the statement also should indicate that inflation pressures seemed likely to moderate over time, but that recent readings on core inflation had been somewhat elevated and the high level of resource utilization had the potential to sustain inflation pressures. A persistence of inflation at recent rates could eventually have adverse consequences for economic performance. All members agreed the statement should indicate that the Committee's predominant policy concern remains the risk that inflation will fail to moderate as expected. The Committee agreed that further policy firming might prove necessary to foster lower inflation, but in light of the increased uncertainty about the outlook for both growth and inflation, the Committee also agreed that the statement should no longer cite only the possibility of further firming. Instead, the statement should indicate that future policy adjustments will depend on the evolution of the outlook for both inflation and economic growth, as implied by incoming information.

特に下線の部分はマーケットに響いた。「もしかしたら次の FOMC の一手は利下げかも」というのが、ニューヨークを初めとして世界中の市場関係者の期待でしたから。これを見る限り、3月の FOMC 声明は、FRB が抱くインフレ懸念を意図的に表に出さなかったと言える。つまり、内に秘めた。

今回思ったのは、「マーケットは見ているようで当局の意図をあまり読めていない」ということでした。これは逆に言えば、FRB の市場へのメッセージの出し方が下手だと言い得る。G7 声明に示された G7 の力強いメッセージをそのまま受け取るなら、市場が予想する「利下げ」は相当先になると考えるのが自然である。

今週の主な予定は以下の通りです。

4月16日（月）

2月商業販売統計

2月鉱工業生産（確報）・設備稼働率

	3月首都圏マンション販売
	米3月小売売上高
	米4月NY連銀製造業景況指数
	米2月企業在庫
	米4月NAHB住宅市場指数
	中国人民銀行が預金準備率を0.5%引き上げ
4月17日(火)	3月消費動向調査
	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・設備稼働率
4月18日(水)	2月景気動向指数(改定値)
	3月日本製半導体製造装置BBレシオ
	米MBA住宅ローン申請指数
4月19日(木)	2月第3次産業活動指数
	日銀支店長会議
	米3月コンファレンスボード景気先行指標総合指数
	米4月フィラデルフィア連銀指数
	3月北米半導体製造装置BBレシオ
4月20日(金)	2月全産業活動指数

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日は良い天気でした。関東の桜は東京を中心に終わってしまったが、関西はまだピークを過ぎたくらいだし、奈良の桜はこれからです。春の日本は本当によいと思います。時期さえ合わせれば、どこに行っても桜がある。

ところで先週水曜日だと思ったのですが、タクシーに乗ったらスイカマークの付いた感知器が運転席と助手席の間から後ろに出ているのを見ました。初めて。IDとかエディーの精算機なら今までも何回も見かけていたのですが、早速使ってみました。

確かKMさんだったと思ったのですが、全部に入っているわけではなくて、その運転手さんが所属している営業所で100台のタクシーにスイカカード利用端末が付けられたそうです。一瞬精算ですから便利です。利用したときの音はエディーの方が綺麗な。スイカ利用の時の音はちょっと控えめ。しかし小銭を持たずに乗れるタクシーが増えたと言うことは良いことです。

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。》