

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1384号 1997年09月12日(金)

## 《 not a viable strategy 》

ドル・円の為替レートはレンジながら、極めて神経質な取引が続いた一週間でした。昨日の国内総生産（GDP）統計に示される日本の景気低迷と低金利持続見通しがあってドル買い・円売り圧力が根強い一方では、輸出主導の成長になっている日本の経済政策に対する特にアメリカからの批判が徐々に前面に出てきているという環境。当然綱引きになりま

す。匿名の米政府高官は日米交渉の合間に

「"Clearly Japan is pursuing export-led growth," the official, speaking on condition of anonymity, said during a recess in U.S.-Japan talks on economic deregulation. "This is not a viable strategy, politically or economically."」

と述べたと伝えられる。（ウォール・ストリート・ジャーナルによる）また、昨日の日本経済新聞の夕刊によれば、パーシェフスキー米通商代表部（USTR）代表は日米間に存在する自動車分野の貿易不均衡に関連して

「為替が一因となって日本への輸出が抑制され、日本からの輸入が伸びている」

と述べた。今の外国為替市場の全体的な空気としては「円売り」です。買える材料は、貿易黒字の増加傾向くらい。マルク・円を見れば、円売り圧力の強さが伺える。しかし、ストレートにはドル・円は買えない。ドル・円を素直に買えない分が、マルク・円に行っている可能性が大です。市場が警戒しているのは、日本の経済政策運営全般に対するアメリカの不満が来週から開かれる一連の国際通貨会議でどう出てくるかが掴みきれないこと。

従来だったら今までに出てきている材料だけでも十分に円高になっておかしくない。しかし日本経済があまりにも弱く、先行き見通しも不安定で、円金利も上昇しそうになく、株価も軟調という環境では、円を買うにも限度がある。資本には明らかに流出圧力がかかっている。

こうした状況は、来週の一連の通貨会議まで続くでしょう。その時点では今より若干円高になっている可能性が強い。問題は通貨会議が終わった後です。日本が景気の先行きに

多少でも明るい見通しを持てるような政策を採用する見可能性が出て、円金利に上昇見込みが出てくれば、円高は少し続く。しかし今のままでは、その可能性は薄い。手詰まりの政策環境だと、日米政府が懸念するレベルでの円安・ドル高圧力が続く可能性が高い。

### 《 hasn't become as vibrant as one might have wished 》

この間の事情は、アメリカ・サイドは十分承知しているでしょう。だから秋の一連の通貨会議では日本政府にプレッシャーがかかるワーディングで政策是正を迫ってくる可能性が高い。それは直接的な円高圧力ではないでしょう。しかし、市場はそれを「円高圧力」と解釈する可能性がある。

アメリカは、自国の内需が一巡したあとの成長ファクターとしては外需を念頭に置いています。それには欧州にも日本にも経済環境を良くしておいてもらわないといけない。また、世界経済全体としても自国経済が鈍化し、アジアが成長センターとしての力を無くしている現状では、日本や欧州に期待する気持ちが強いでしょう。

今週ルービン財務長官が CNN とのインタビューで日本に関して述べている部分では、次の発言が興味深いものでした。

「In an interview with CNN late Tuesday, Mr. Rubin shied away from directly criticizing Japan for insufficient deregulation to stimulate domestic demand, citing only a "private sector view" that Japan's growth "hasn't become as vibrant as one might have wished."」

これは明らかに、日本政府に対して景気を強くする措置を求めているように見える。

それにしても、今週発表された4～6月のGDP統計は日本経済が重要な成長ファクターを失いつつある現状を示しました。消費と設備投資の減少傾向が先行きの多難さを示しており、これが素直に株式市場と債券市場に現れている。

自分の周囲を見ても、消費者のお金の使い方が変わってきている印象もします。何にお金を使っているかというところで、今までとは違った傾向が出てきている。デパートは新宿の高島屋もそうですが女性向けの売場を大增床してスタートした。しかし、まさにその時に女性のお金の使い方は携帯電話だとかの通信に向かったと見ます。最近では東京も大阪のように携帯電話を駅や道路で使う女性が多い。あれは全部有料だから、その分彼女らの懐からお金が出ていっているはず。その金額は平均して月2～3万円になる。当然その分は、着るものなどへの需要が落ちる。今は夏だからかもしれませんが、例えば5年前と比べて日本の女性の着るものの質が変わってきている印象もする。

消費者がお金さえ使っていれば経済は回りますが、電話をいくらしてもその消費が「大型」だとは言えない。家や車が売れるのに比べれば、人口の伸びが鈍化している中では、従来型の消費はいつか伸びが止まることは分かっているはずですが、新しい需要の掘り起こしや政策面での後押しがない現状では、日本経済の力強さの取り戻しはなかなかしんどいということになるでしょう。すくなくとも今の日本の株式や債券市場はそう言っているように見える。

### 〈 dollar is on the rise 〉

今週はドルの中長期的な見通しを考える上で興味深いレポートが出ました。IMF が火曜日にワシントンで発表した「1997年年次レポート」の中の世界外貨準備統計。それによると、EURO の登場などで将来は世界の各国政府が保有する外貨準備の中でその重要性が落ちると考えられているドルの比重は、このところむしろ増加しているという。IMF が指摘しているポイントは以下の通りです。

1. 1996年末時点で、世界の各国政府が保有する外貨準備の中でドルが占める割合は58.9%で、これは95年末の56.6%に比べて増加した
2. これに対して、世界の各国政府が保有する外貨準備の中でドイツ・マルクと日本円が占める割合は、前者が96年末で14%に、後者が約6%に低下した。ドイツ・マルクのシェアは1989年には約18%でピークを記録しており、その時点から大幅な低下となっている。また円は1990年代初めの9%前後からこれもシェア低下
3. 世界各国政府が保有する外貨準備の総額は約7620億ドルと見られる。このうち、アメリカのドル建て証券で運用されている分は、4230億ドルに達すると思われる

あと IMF が指摘している興味深い点は、世界の投資家の中には自国通貨を信用しないあまり、100ドル紙幣でドルを保有する向きが多いという点。IMF はこうした海外の投資家のドル紙幣保有は、米国政府に利払いを強くないと言う意味でアメリカにとって非常に有利であり、海外の投資家がドル建て証券ではなくドル紙幣を保有することによって軽減されている米政府の利払い金額は年間150億ドル相当に達していると指摘している。海外の投資家に証券を買ってもらおうと利払いの必要性が生まれるが、ドル紙幣を渡すとするなら「印刷した紙」を渡すだけで事が済む。

IMF は世界の外貨準備に占めるドルの割合増加の背景としては、ドルの外国為替レートが上昇傾向を辿っていたこと 海外で保有されるドル紙幣が増加していること アメリカが世界最大の金融サービス産業を持っていることなどを挙げている。

外貨準備に占めるドルの中長期的な地位に関しては、いくつかの悲観的な見方がある。

例えば国際経済研究所のフレッド・バーグステン所長は

「EURO の誕生は、過去 25 年間の国際金融システムにとって最も重要な出来事になるだろう。ドルは第一次世界大戦後にポンドから国際通貨の地位を取って代わって以来初めて、本当の意味で競争に直面しよう。世界各国の政府は、全体で 1000 億 ~ 3000 億ドル相当の外貨準備をドルから EURO に切り替えるだろう」

と述べている。

### 〈 inertia 〉

これは全世界政府が保有する外貨準備がせいぜい 8000 億ドル弱と見られている中では大きな数字である。また、今週読んだ資料の中では、JP MORGAN の通貨問題の責任者である Avinash Persud 氏が「EURO は将来的には世界の貿易取引において 35 ~ 40 % のシェアを取るだろう」と EURO の台頭、ドルの零落を予想していた。

ドルの国際通貨体制における地位低下を予想する主な議論は、

- 1 . 世界の貿易取引に占めるドル建ての割合に比して、世界各国政府が保有しているドルの割合が高過ぎる
- 2 . 世界の投資家は、ドルに代替しうる通貨である EURO が登場すれば投資通貨の Diversification の観点から、投資の一部をドルから EURO に切り替える
- 3 . 欧州各国は一つ一つを比べるとアメリカに比して小さな経済圏だったが、統一されると大きな経済的力を持つ

などの点を指摘している。ファイナンシャル・タイムズによれば、EU 15 カ国を合わせれば、世界経済におけるアメリカの経済力は欧州を下回るという。例えば世界の先進国の GDP に占める EU のシェアは約 38 . 30 % で、これはアメリカの 32 . 5 % を上回っているという。また、EU は世界貿易に占めるシェアや、対 GDP の輸出の割合でもアメリカを凌駕しているという。

しかし、EURO の誕生による国際通貨情勢の大きな変化を予想しているフレッド・バーグステンにしる、変化が非常に長い時間をかけて生ずるであろう事を予想している。これは常識的に考えても頷ける。国際金融の世界では、inertia (慣性) が多くのケースに置いて極めて重要な力となる。価値の尺度はそれほど短時間には変わらない。100ドル紙幣で資産を保持できていると考えている世界中の投資家がドルを売って EURO 紙幣を保有するには、ドルではなく EURO を信頼するだけの十分な理由がなければならない。これには、時間がかかる。

また現在世界の主要政府が保有している外貨準備を EURO にするためには、EURO の短期金融市場がドル並に流動性、信頼性の高いものになる必要がある。しかしこれは今のところ誰も保証していない。また、EURO が発足したあとの統一欧州の経済運営がどのようなものになるかも不明である。日本円の諸外国外貨準備に占める割合が高まらなかったのも結局、日本の金融市場が使い勝手にドルに見劣りし、円を保有することの最終的な信頼性が低かったからだと思われる。

とすると、EURO が域内経済運営の信頼度を高め、金融市場を整備して将来的にはドルに対抗する準備通貨になるにせよ、そのタイムスパンは極めて長いモノになるとと思われる。

### 〈 have a nice weekend 〉

「今日が終われば三連休」ってやつですか。大部分の人にとっては、今週は週半ばまで天候が落ち着かなかった時期もあったのですが、それも過ぎて良い天気が続いている。連休はどうでしょうか。ゴルフの人は雷に気を付けて。あまり木に接近すると危ない。連休は本も読みたいですね。「スピードの経済」はめでたく3刷りになりました。最近の経済に関する書籍としては珍しいそうです。

日本の新聞にはあまり載らなかったように思いますが、ダイアナさん関連でいろいろなニュースがありました。イギリスの議会では、ヒースロー空港（ロンドン近郊の国際空港で世界で一番国際便の発着陸が多い）を改名しようという動きが出ているらしい。ニューヨークの国際空港もジョン・F・ケネディ国際空港ですし、パリの近郊の空港はシャルル・ドゴールとなっている。もうその前の名前は忘れちゃったね。

あと今週月曜日に掲載した「Candle In The Wind」などが入る予定で今ポール・マッカートニーが制作をしているアルバムには、イギリス政府は VAT（付加価値税）を賦課しない方針のようです。

それでは皆様には良い週末をお過ごし下さい。