

G7ドル安阻止に有効打を打ち出せず 発表日：2007年10月22日（月） ～ファンド対策、人民元への圧力は焦燥感の反映か～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 5221-5223)

10月20日に閉幕したワシントンG7は、①米国景気減速への言及、②ファンド監視の流れ、③人民元切り上げ要請の明示化、という3点で新味があった。しかし、G7が本来の意図としていた為替安定については、ユーロ高・ドル安に歯止めかけるだけの有効打を打ち出せなかった。ファンド対策・人民元問題への踏み込みにしても、欧米の金融政策がユーロ高・ドル安の阻止に動けないから、それらを問題視せざるを得ない構図なのだと読める。

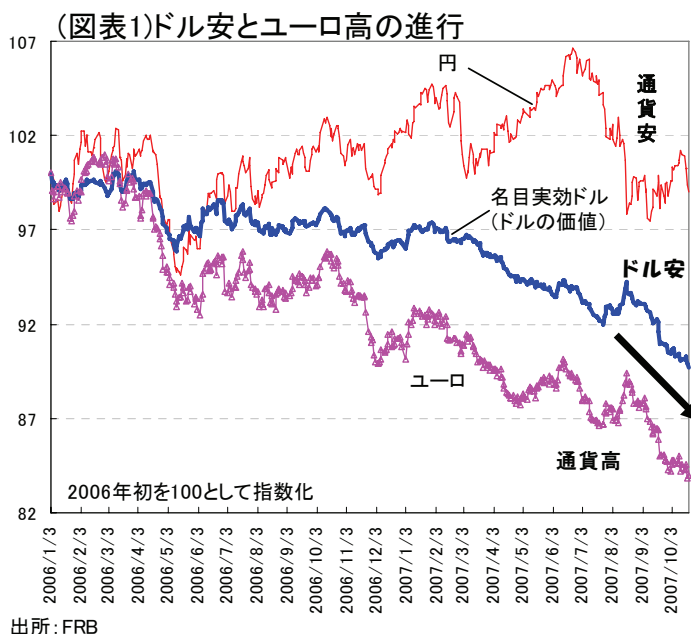
一変した景気認識

ワシントンG7は、ちょうど週末のニューヨーク市場の株価急落・ドル安と重なった。FRBが9月18日に行った▲0.5%の利下げ以来、上昇基調にあった株価の動きも、ここにきて息切れ感が強まっている。問題は、株価下落がドルの弱さを連想させていることである。G7に集まったポールソン財務長官、トリシェ ECB 総裁とも、ドル安・ユーロ高の進行には強い警戒感を抱いている(図表1)。しかし、G7の政策協調でサブプライム問題に対して有効打を打ち出せなかった以上、ドル安は止まらないだろう。

ワシントンG7の内容に注目すると、共同声明で従来と異なっているのは、まず、景気減速懸念を鮮明に示した点である。声明文の最初のパラグラフには、「最近の金融市場の混乱、原油価格の高騰、米住宅部門の弱さは成長を減速させる」という挿入句が記述されている。2月13日の前回G7声明で「世界経済は過去30年超で最も力強い持続的拡大を経験し、よりバランスのとれたものになった」と謳ったときの自信は消えている。現在、原油高騰などインフレ警戒が強まる中、景気悪化の懸念が台頭し、まさしく物価と経済のバランスが失われていることが問題の核心であろう。今回の声明文では、ファンダメンタルズの全体観について、新興市場国が「世界経済の強さに重要な刺激を与える」としているが、新興国が強くなることは米国経済の相対的地位低下、すなわちドル価値の下落要因になってしまう。

ファンド監視論は進む

G7での新しい動きとしては、ファンドに対する監視に向かって一定の流れができつつあることが窺われる。声明文では、「(サブプライム問題という) 混乱の背景にある要因を分析し、流動性とリスク管理、金融派生商品の会計処理・価格評価、金融仕組み商品に関する格付け機関の役割・格付手法およびその活用のあり方、ならびにオフバランスの投資手法の扱いを含む、金融機関の監督に関する基本原則といった分野における提案を行うことを要



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

請」と記述されている。次回のG7では、金融安定化フォーラム（FSF）がファンド問題を念頭に置き、金融機関に対する監督の基本原則をまとめて提示する見通しである。

振り返ると、2007年に入って2月のエッセン、4月のワシントンと、ファンド規制に対して、それに積極的なドイツなど欧州勢と米国の間で対立の構図があった。前回G7では、「金融システムの効率性に大きく貢献しているヘッジファンド」という前向きな表現が行われていて、米国側のファンド規制の効率性を損なうという論調が色濃くでていた。そうした米国の立場も、前回から今回のG7の間にサブプライム問題が表面化したことで修正せざるを得なくなっている。

もうひとつ、新しい動きとして、SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）の動きに緩やかな行動の枠組みを設けようという働きかけが始まったことがある。SWFの資金規模は2.5兆ドル（2007年5月モルガンスタンレー推定）とされ、ヘッジファンドの2.08兆ドル（2007年1月ヘッジファンド・インテリジェンス推定）に肩を並べる規模に成長している。19日夜の非公式会合には、アラブ首長国連邦、サウジアラビア、クウェート、ロシア、中国など8か国の当局者を招いて意見交換をしている。G7各国には、新興国のオイルマネーや外貨準備の蓄積が、投機資金に還流する流れを牽制したいという思惑がある。声明文では、SWFに対して「SWFの投資フローへの開放性から我々の経済が得るところは大きい、との見方で一致」と前向きな見解を示す一方、「我々の経済間の投資フローを強化する機会を引き続き探り、同等な証券規制枠組みの相互承認に関する議論を継続」としている。証券規制の枠組みの中で、どのくらい投機マネーへの還流を抑止できるのだろうか。

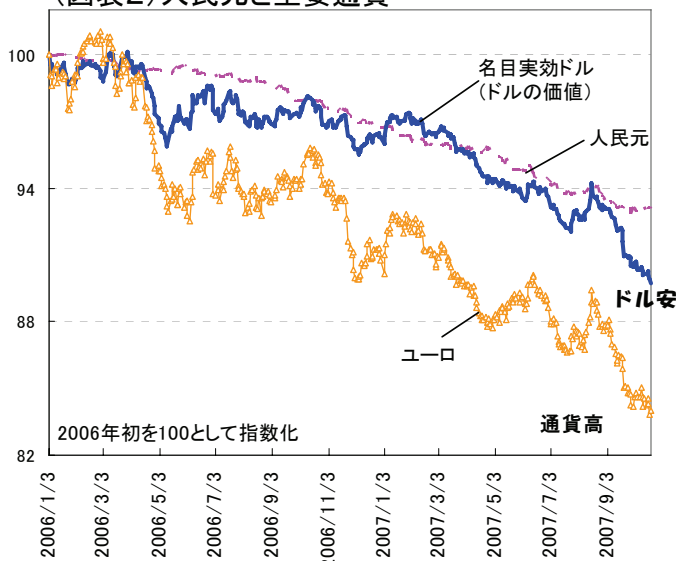
今回、ヘッジファンド規制・監視などがG7の話題になったとはいえ、その目的と手段の間に相当に大きな隔たりがあることは否めない。タックスヘイブンを活動拠点にして、匿名性のある巨大資金を機動的に動かすことに運用の妙味としていることは、元来、監視とは相容れない。ファンドの隆盛の背景には、世界的に年金マネーなどの規模が膨らんで、その一定割合をオルタナティブ投資に回して絶対リターンを目指そうというひとつのブームがある。G7で供給サイドに迂遠な監視を設けようとしても、需要サイドの旺盛なニーズを抑えなくては、投機的活動を抑制することは叶わない。

人民元の切り上げ要請はより明示的に

過去G7では、毎回の声明文の中で、為替のパートに注目が集まる。今回は、人民元に対する切り上げ圧力が、文章上、かつてなく明示的になったという印象がある。実効ドルの下落に対して、人民元の上昇ペースは今のところ強まってははいない（図表2）。声明文では「人民元の柔軟性を向上させるとの中国の方針を歓迎しているが、経常収支黒字が増加し、国内インフレが上昇していることに鑑みれば、人民元の実効為替レートより早いペースでの増価を許容することが必要と強調する」と記述されている。前回は「多額かつ増加する経常収支黒字を有する新興市場エコノミー、特に中国の実効為替レートが、必要な調整が進むように変動することが望ましい」とあったので、今回の記述は前回比で大幅に書き換えられ、人民元の切り上げ要請を行っていることは明らかであろう。

こうした人民元切り上げ要請の背景には、5月に行われた第二回米中戦略対話で、米国が人民元切り上げ

(図表2) 人民元と主要通貨



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

の具体的な進捗を中国側に約束できなかったことの焦りが反映しているとも受け取れる。米国は、共和党政権のブッシュ大統領が、2008年の大統領選挙を前に、経済面では中国との貿易摩擦問題に関して積極姿勢をアピールしている感がある。

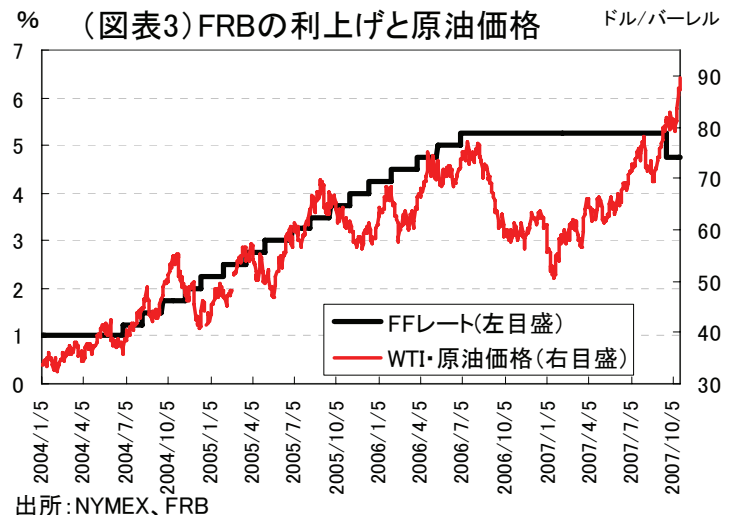
本当は、実効ドルが下落し続ける要因は米国側にある。それなのに、米国政権は、貿易不均衡の原因は人民元の柔軟性の欠如にあるという論理のすり替えで国内の政治的圧力をかわそうという意図が感じられる。ここにきて人民元切り上げにアクセルを踏んでいることも、止まらないドル安への米国の苛立ちがにじんでいると理解できよう。

欧米のポリシーミックスと為替変動

欧州諸国が問題視するユーロ高は、ドル安と対照的に起こっている。ドル安は、米国経済の減速懸念と金利低下によって進んでいる。FRBの利下げが米国経済を浮揚させると市場が信じ続けられれば、ドル安に歯止めがかかるし、サブプライム問題が多少の金融緩和では難しいと判断されればドル安は進む。FRBの利下げには、(1)先行きドル安阻止のシナリオと、(2)ドル安加速のシナリオ、の2つがあった訳である。ここにきて株価が下落してきたことは、後者の悪いシナリオに近づいていることを想起させる。

さらに、原油価格が上昇してきていることも都合が悪い。米国の雇用面でのインフレ・リスクに火をつけることになれば、インフレ＝ドル安進行という圧力につながる。9月18日のFRBの利下げは、原油高騰の流れを念頭に置けば、危ない橋を渡る決断だったと感じられる(図表3)。もしも、インフレが顕在化してスタグフレーションに陥れば、FRBの金融政策は手詰まりになって、そのこともドル安を後押ししよう。

私たちは、G7という政策協調の舞台にしばしば為替安定化の希望を託しがちになる。しかし、仮に、政策協調でユーロ高・ドル安を阻止したいのならば、教科書的には、ECBが利下げをして、FRBが利上げをしなければならぬ。直感的にそれが難しいことは誰にでもわかるだろう。ECBはインフレ懸念を抱いており、FRBは景気減速を心配しているので、為替調整に欧米の金融政策を割り当てることはできない。むしろ、ECBが利下げできず、FRBが追加利下げの方向に傾くことは、ユーロ高・ドル安の流れを追認することになるだろう。



ドル安から円高につながりにくい図式

筆者は、ドル安が継続するシナリオを見通しているが、最近ではドル安＝円高には直結していない。ドル安の圧力は、ユーロ高に向かっている。フランスのサルコジ大統領などEU首脳には、「一部の通貨が弱過ぎる」ためにユーロ高が過度に進んでいるという認識がある。今回のG7はユーロ高是正の言及はなかったが、仮にそうした動きになれば、人民元だけでなく円にも切り上げ圧力が働いてくることになるだろう。

一方、なぜ日本円がドル安によって円高方向に修正していかないかと言えば、日本の金融政策の影響があるだろう。サブプライム問題で米国経済に先行き不安が生じると、それが日銀の追加利上げの後退を想起させる。主要国間で格段に低位にある円資金の調達コストが現状のレートで据え置かれる期待が強まれば、投機筋が円キャリー取引を再開する動機になる。日銀の低金利継続が“円安バネ”としてドル安・円高の圧力に歯止めをかけていると理解できる。日本の個人マネーにしても、マーケットの混乱が一時的に深い円高への振れをつくったとしても、外貨の買い場として、円安圧力を生じさせる。個人マネーもまた円安バネなのである。今回も時間がしばらく経過す

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

れば、円安バネは再び作用し始めるかもしれない。

日本の金融政策への影響

今回のG7は、日銀の追加利上げに対しては逆風となったであろう。サブプライム問題の根深さが再確認されて、来年、日本ないしワシントンで開催予定の次回G7まで主要国の警戒感が著しく変化しにくいと考えられるからだ。追加利上げの意欲を抱いている日銀にすれば、サブプライム問題の重石が取れば、追加利上げ再開といきたいのだろう。しかし、各国からサブプライム問題に対する安全宣言は当分できそうにない。そうなると、マーケットのムードにかなり色濃くサブプライム問題への終息感が表れなくては追加利上げに動けない。楽観的なシナリオを描けば、米国のクリスマス商戦は好調に推移し、日本の実体経済もアジアへの輸出増を背景に生産増へと大きく変化しなければ、G7各国から追加利上げを認めてもらえないだろう。

筆者は、日銀の追加利上げを2008年1月とするメイン・シナリオを据え置いているが、G7の動向だけを注目すると、なかなか困難な道のりであると再認識させられる。