

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1490号 1999年04月12日(月)

〈 no further expectations 〉

欧州中央銀行 (ECB) は先週、3.0%から2.5%へと幅において予想を上回る0.5%の金利 (main refinancing operation rate) 引き下げを実施しましたが、これをもってこの地域の経済が活力を取り戻せると考えるのは時期尚早と言えるでしょう。欧州よりはるかに金融緩和を進めた日本が、依然として景気低迷からの明確な脱却ができないでいることで明らかな通り、ある国が構造問題に直面しているときに、金融政策ができることは限られている。恐らく ECB は、日銀と同じ問題に直面するでしょう。つまり、金利を下げても下げても景気が回復しないという「政策としての金融政策の有効性の低下」のジレンマに。

ECB のインターネット上のホームページ (<http://www.ecb.int/>) に掲載されたドイセンベルク総裁の声明と、その声明発表の記者会見での記者との「質疑応答」は、今回の予想外の大幅な利下げがどのような背景で行われたか、そしてその有効性を ECB 自身がどのように判断しているかを見る上で興味深いものです。

ドイセンベルク総裁は声明文の中で、今回の大幅利下げに関して大きく三つほどの理由を挙げている。

1. Euro 11 カ国で今年一月に見られた量的金融指標の伸びの加速が、2月には減速した。M3 の12ヶ月の伸びで見ると、1月は5.6%だったが2月は5.2%に低下した。Euro の第三ステージ移行に伴う特殊事情を勘案すると、現在の通貨環境は将来インフレ圧力を高めるようなものではない
2. Euro 11 カ国のインフレ率 (the Harmonized Index of Consumer Prices = HICP) は、過去数ヶ月間に渡って1%を下回っており、エネルギー価格動向の反転により今後数ヶ月はインフレ率が若干上昇する可能性があるが、物価動向により大きな影響を与えるのは経済状況であり、これを考えると Euro 地域のインフレ率がユーロシステムにおける「物価安定」の定義から大きくはずれることはない
3. Euro 地域を見ると、3月初めの理事会で報告した通り、昨年末にかけて全体的な成長見通しは悪化した。公的統計によれば、実質 GDP 伸び率は昨年第四・四半期に低回した。景気の鈍化は特に「製造業」で顕著であり、企業家の景気信頼感は低下してい

る。最新の統計によれば、昨年最終四半期の雇用創出ペースは鈍化している

つまり、通貨供給量の伸びが落ち着いてきてインフレの兆候もないし、景気も悪化しているというのが利下げの根拠だというわけである。ドイセンベルク総裁は、今回の利下げを「in a forward-looking perspective」から行ったと強調している。Euro 地域の成長余力が十分に発揮されるようにというわけだが、では利下げをなぜ予想された 0.25%ではなく、0.5%にしたかに関しては声明の中では以下の文章の中に一つヒントがある。

「The decision taken today keeps monetary policy on a longer-term stability-oriented course and, by doing so, contributes to creating an economic environment in which the considerable growth potential of the euro area could be exploited. Those responsible for other policy areas are urged now even more to take the necessary steps to improve longer-term growth prospects for the euro area through strictly and decisively adhering to the aims of the Stability and Growth Pact and through convincing structural reforms in the economy.」

重要なのは、下線を引いた部分である。欧州の政治家は口を開けば「欧州の景気が悪く、失業率が高いのは、金利が高いからだ」と中央銀行を非難してきた。辞任したドイツのラフォンテーヌ蔵相がその典型である。今回の利下げは、政治家に対しては「金利水準」を欧州の経済的苦境の理由にはもうできませんよ、というメッセージなのである。

上の文章を意識すると、「我々として必要なことはした。他の政策分野（各国政府が担当している）の責任を負っている政治家は、企業や国民を納得させる確信に満ちた構造改革を遂行することにより、長期的な成長見通しを改善するのに必要な措置をとるべきで、ECBが利下げをした今は従来以上に構造改革を国民に訴え、それを実行する必要性でプレッシャーを感じるべきである」ということになる。中央銀行サイドからの、「あとは君たちの責任だよ」という政治家達への一種の最後通牒のように見える。

〈 just a placebo 〉

ドイセンベルク総裁は、0.5%という利下げの市場に対するインパクトや、この2.5%という新しい短期金利の水準がいったい欧州の金利の下限なのか、欧州の景気が上向いたときにどうすりかなどに関して、質疑応答の中で次のように述べている。

Question (translation): Mr. Duisenberg, this interest rate move has turned out to be unexpectedly large. Do you believe that you are now at the limit which you can justify in terms of stability policy and how long will this interest rate remain in place if economic activity in the euro zone does indeed pick up in the second half of the year?

Duisenberg: This is something we have, of course, considered in depth. We wanted the move to be as convincing as possible and we were afraid that a smaller move would only have led to further expectations for the future, that this would only be a first step in a series. We have by all means possible tried to avoid that impression. In very parochial words, I am inclined to say - and I cannot say "do not quote me" here, I realize that - but I am inclined to say that we moved from 3% to 2.5% which is maybe a slightly, unexpectedly large fall, but I would like to add, and now you be sure: this is it.

下げ幅を予想よりやや大きめにしたのだから、少なくとも当面は下限にしたいということでしょう。市場に対しては「再利下げ」期待を奪うことによって通貨としての Euro に対する売り圧力をむしろ緩和する狙いが見える。そしてそれには、今のところ成功している。

しかし筆者は、欧州が今回の利下げを最後にして景気を浮揚できるかどうかは極めて疑問だと見ます。それは第一に、ドイセンベルク総裁の期待にも関わらず今回の利下げをもって欧州の政治家はむしろ国民に不人気な「構造改革圧力」が緩和したと考える可能性が高いし、事実構造調整は進まずに従って金利低下にも関わらず景気の低迷と高い失業率は続くと見ます。

この点について同総裁は、質疑応答の中で繰り返し「金融政策はヨーロッパが抱える問題の解決策ではない」と以下のように述べている。

Question: Mr. Duisenberg, I just want to ask if you could elaborate a little bit on the convincing structural reforms that you said you would like to see from euro zone governments and also if you feel that by cutting the rates in such a large step that you actually reduce the pressure on these governments to make these reforms?

Duisenberg: We hope that the contrary will emerge over time. Convincing structural reforms relate to the following: We, and most other observers, are very convinced that the phenomenon of an unacceptably high rate of unemployment across the euro area, but particularly in the larger countries in the euro area, is due to structural factors and to inflexibility in markets for labour and in markets for goods and services and that monetary policy is neither the cause of that structural unemployment nor is it the solution to it. The solution to that problem has to be found in measures of a convincingly reformist nature in the labour and in the goods markets and we do hope that taking the monetary policy stance we have taken today will in the ensuing months increasingly focus the attention of policy-makers and the public on the real causes of the unemployment problem, because it will demonstrably become clear that monetary

policy is not the answer to solve those problems.

「Euro 11カ国全体、特に特に大きな国で見られる受容しがたい高い失業率は、労働市場や商品・サービスの市場における柔軟性の欠如と、その他の構造要因に基づくものであり、金融政策は構造的な失業の原因でもなければ、解決策でもない」と。極めて明確である。だから政治家に必要な措置をとれ、と要望しているわけだ。しかし筆者はこれは極めて難しいし、景況が悪化する中で再び ECB の措置に目が集まる局面が出てくると見る。

《 somewhat of Japan 》

筆者の理解によれば、実質ゼロの短期金利を余儀なくされ、さらに一部から国債の日銀引き受けまで日銀が要請されるに至っている大きな要因は、問題の存在を見ても見て見ないふりをする日本の政治の「ビナイン・ネグレクト体質」の結果である。政治が果敢な決断を下し、高まる調整圧力を早めに処理していれば、コスト安く問題の処理が可能だったし、中央銀行にかかる圧力を低減できた筈だ。後手後手に回った分だけで、日銀にかかる圧力は高まっている。ドイセンベルク総裁は、日本の中央銀行の総裁よりは明確に政治家に対するメッセージを発しているだけである。

状況としての「日本と欧州の類似性」については、欧州の記者も気づいているように、ドイセンベルク総裁に対する質問には以下のようなものもあった。

Question (translation): Mr. Duisenberg, the situation in Europe at the moment, especially this latest interest rate move by the ECB, now reminds me somewhat of Japan. You reduce interest rates time and again, yet on the other hand, no progress is being made in the areas of politics and restructuring in Europe. In December, although I cannot quote you directly, you stated, much in the same way as today, that following the cut in interest rates the situation with regard to interest rates in Europe would be settled. It is now the beginning of April and we see obviously a further cut in interest rates. Is there not the danger, Mr. Duisenberg, that this process is about to begin again and that, after a certain period, owing to a lack of willingness in Europe and in Germany, in particular, to bring about structural reforms, the whole rigmarole will begin once more and you will be forced, yet again, to cut interest rates?

Duisenberg: Well, we do not see that danger arising from the level which we now have reached. We hope that our call - as I expressed it today - to governments to pursue a reform-oriented policy, to adopt structural reform measures in all markets, that that policy will get a new incentive from the measures we have taken today. If they do not do that - and it will take time, I admit that before you can pursue and effect policies like I

have in mind - if they do not do that, then indeed monetary policy is no alternative.

ドイセンベルク声明、その後の質疑応答に登場する「日本」という単語の二つ目がこの質疑応答の中にある。つまり、利下げしても利下げしても政治分野と構造調整で全く前進がないが故に、前進が見られない国としての日本と、欧州がその日本の二の舞になる危険性をこの記者は指摘したのである。同総裁は、2.5%という新しい金利水準からの「再利下げの危険性はない」と述べ、政府が改革志向の政策を実施し、すべての市場で構造調整措置を採用することに期待を表明した。

しかし、筆者はこの記者の懸念は至極妥当なものだと思う。欧州の現在の社会民主主義的な政治風土からして、「改革志向」「構造調整」はドイツなど Euro 11 カ国の大きな国では極めて難しい。Euro 11 カ国でも小さい国は早めにこの二つをすましているが、それは国が小さい分素早く動けたからである。

従って筆者は、2.5%はしばらく欧州の短期金利としては有効であるものの、ドイセンベルク総裁が予想している以上に早い時期に、ECB が再利下げに追い込まれると見る。日本の0.5%水準の短期金利にしても当時は「これ以上下はない」と思われていたが、今は既に下がって実質ゼロである。欧州が日本の二の舞にならない保証はないし、筆者の見方ではその可能性が高いと考える。欧州の基本的な物価環境も「デフレ」であり、物価情勢から利下げを思いとどまらせる要因はないから、どうしても時間が経過すると利下げ環境が整ってしまう。政治が変わるのには、時間がかかる。

ちなみに、現在明らかになっている範囲での欧州地域・各国の経済状況は以下の通り。

欧州の主要経済指標（ウォール・ストリート・ジャーナルによる）

	成長率	インフレ率	失業率	鉱工業生産
Euro 11	2.7 3Q	0.8 Jan.	10.8 Dec.	2.8 Nov.
EU 15	2.7 3Q	0.9 Jan.	9.8 Dec.	2.4 Nov.
Austria	2.7 3Q	0.5 Feb.	5.4 Dec.	N.A.
Belgium	2.1 3Q	1.0 Feb.	12.0 Feb.	0.5 Nov.
Denmark	3.4 3Q	2.0 Feb.	6.0 Jan.	N.A.
Finland	6.2 4Q	0.8 Feb.	10.2 Dec.	0.1 Dec.
France	0.5 3Q	0.2 Feb.	11.5 Feb.	2.6 Jan.
Germany	2.8 3Q	0.2 Feb.	10.5 Mar.	1.6 Dec.
Greece	3.5 97	3.7 Feb.	N.A.	3.5 Nov.
Ireland	9.5 97	1.6 Feb.	7.1 Dec.	18.8 Oct.
Italy	0.9 4Q	1.4 Feb.	12.4 Jan.	-7.6 Dec.
Netherlands	3.1 4Q	2.1 Feb.	3.7 Dec.	-2.7 Dec.
Portugal	3.8 2Q	2.8 Feb.	4.7 3Q	0.8 Oct.

Spain	3.6	4Q	1.8	Feb.	18.2	4Q	2.3	Jan.
Sweden	3.2	4Q	-0.2.	Feb	6.2	Dec	1.6	Nov.
United Kingdom	1.1	4Q	1.5	Jan.	4.6	Feb.	-0.1	Feb.

(成長率は year-on-year の%、インフレ率は CPI, year-on-year の%、失業率は各国の当該機関発表、鉱工業生産は year-on-year の%)

〈 up up and away 〉

欧州の景気先行き懸念にも関わらず、ECB の大幅利下げがもたらしたものは、世界的な株高でした。ニューヨークでは木曜日にダウ工業株 30 種平均株価が 10197.70 ドルと高値を更新、金曜日にはダウは小幅安になりましたが、SP500 種平均と NASDAQ はそれぞれ新高値を付けた。

株高になったのはアメリカだけではない。金曜日のアジアの株式市場では中国、インド、台湾を除く全市場が上昇。欧州ではイタリアを除く全市場が高値追いとなり、イギリスでは FT 百種総合株価指数は一時 6500 台に初めて乗せた。引けは、6472.80。フランスでは、CAC 指数が約 9 ヶ月ぶりに高値を更新した。

ドイセンベルクが「欧州が抱える景気の後退や高い失業率などの問題の解決策ではない」といっている金融政策に基づく金利の引き下げで、世界中の株価があたかも世界中が景気が良く、企業収益が今後大きく伸びるかのようの上値を迫っているわけである。

むろん、株価の上昇は基本的には世界経済にとって朗報である。企業の資金調達を助け、消費を下支えし、世界的なデフレ環境の緩和要因となる。しかし、世界的なデフレ環境の中で一番景気の良いアメリカでも企業収益がそれほど伸びていない中では、各種の伝統的な株価指標から見て、一人ニューヨークだけではなく、世界的に見ても株価は過去に例を見ない水準に達する危険性がある。金利の低下が、資金の流れを世界的に「株」に向かわせているためである。

こうした環境から見る限り、通貨当局が今後一番神経を使う対市場措置は「利上げ」のタイミングと実施方法になるでしょう。日本の長期金利の上昇だけで世界の市場の変調を我々は経験した。あれは市場金利の上昇だが、政策金利の引き上げはかなり下準備をしないと世界の市場は大きな混乱に見舞われる危険性がある。

今利上げをする可能性のある国といえば、経済規模の小さい国を除けばアメリカだ。引き続き、グリーンスパン依存の世界経済というわけである。

今週の主な予定は以下の通りです。

4月13日(火)	日本の月例経済報告 米3月消費者物価指数 米3月小売売上高
4月15日(木)	日米保険協議

4月16日(金)

3月マネーサプライ

E U蔵相理事会

ページブック

米3月住宅着工件数

米3月鉱工業生産・稼働率

〈 have a nice week 〉

日曜日はひどい雨でした。朝の9時過ぎに投票に行ったのですが、人もまばらでこれは低い投票率になると思ったら、案の定予想より低かった。時間延長などあったのですから、もっと高くても良かった筈なのに、あの雨では人々の出足も鈍る。

出口に、「えっと、なにに新聞ですが出口調査を……」と。もっと調査項目があるのかと思ったら実に簡単な調査でした。投票は人の名前や ×を書くだけですから、なぜその投票に至ったのかを聞けば面白いのですが、あまり時間を取られるとこちらも面倒になるし、質問事項もあまり詰め込めないんでしょうね。日本という国もバランス感覚があると思ったのは、石原さんはいろいろな意味で小淵さんとは対極の人。都民はその人を選んだ。

このニュースを書き終わる直前の12日の午前中にニューヨーク・タイムズの一面的見出しを見たら

「An Outspoken Nationalist Wins Tokyo Governor Race」(歯に衣を着せぬ国家主義者が、東京都知事選で勝利)

とあって、記事の中には、

「A victory by Ishihara could be a diplomatic thorn and a domestic headache for the government of Prime Minister Keizo Obuchi.」

とある。彼の当選で神経質になるのは、中国とアメリカということでしょうか。「徹底した議論」が石原さんの持論。日本の政治も多少今までとは色合いの違ったものになりそうで、それは歓迎すべき事だと思います。

マスターズはオラサバルが二回目の優勝。しかしテレビで最初に彼の体つきや顔を見たとき、数年前に日本によく来ていたときとかなり違って最初だれだか分からなかった。聞けば体調を壊してしばらくぶくぶくに太り、一時は選手生命も危うかったという。

運動選手には上げ潮、下り坂がある。そういえば、同じスペインの選手のバレステロスは最近どうしているのでしょうか。オラサバルは完全復調。また日本でも見られそうです。

丸山の31位はまあまあではないでしょうか。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤（03-5410-7657 E-mail ycaster@gol.com）が作成したものです。許可なき複製、転送、引用はご遠慮下さい。また内容は表記日時に作成された当面の分析・見通しで一つの見方を示したものであり、売買を推奨するものではありません。最終的な判断は、御自身で下されますようお願い申し上げます》