

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1500号 1999年06月21日(月)

《 ECB intervenes for Japan 》

今月に入って既に東京市場で2回大規模介入した日本の通貨当局は、先週末17日はヨーロッパで委託介入しました。欧州中央銀行(ECB)が為替市場市場に介入したのは、日本の通貨当局の委託とは言え今年1月1日の創設以来初めて。ケルンでサミットが始まる直前というタイミングをとらえての「ユーロ買い・円売り」という介入。ただし、ECBのスポークスマンは、介入の規模は明らかにしていない。日本の通貨当局による介入は、週明け月曜日の朝も続いている。

まず先週末の委託介入によって、円は主に対ユーロで急落した。介入の開始直前の為替相場は1ユーロ = 122円60銭前後。これは今年初めのユーロ発足時の対円相場132円80銭と比べて、円高・ユーロ安が10円以上進んだところ。介入時のドルの対円相場は119円の前半、ドル・ユーロは1.0300ドルだった。「ユーロ買い・円買い」介入の結果、一番動いたのは当然ユーロ・円で高値は125円88銭と約3円の円安・ユーロ高に。ドル・ユーロは1.0425ドルになり、ドル・円はニューヨークで120円台に乗った。

今回の介入は、ドル・円で見ると「120円以下のドル・円相場を日本の通貨当局が嫌っている証拠」という一般的な見方を強めるもののように思える。しかし、委託介入が「ユーロ」を対価に行われたことは、日本と欧州がともに抱えた「ユーロ事情」が色濃く反映していると見るのが自然である。それは以下のような事情だったと推測される。

1. 日本サイドには、EUの発足時に「大欧州への期待」から債券など欧州物を大量に仕込んだ機関投資家の存在があり、132円80銭のスタートに対して10円もユーロ安が進む中で、ユーロ資産への最終的な対応を迫られる危険性が出ていたこと。一段のユーロ安は、日本の機関投資家のユーロ資産処分も生じかねず、その場合にはユーロの対各国通貨安が進行して欧州の市場の混乱も予想され、日本と欧州ともにそれを未然に防ぐ必要性が生じていたこと
2. 円高阻止を対ユーロで行うことにより、日本の機関投資家のユーロ資産運用はヘッジをかけるにしろ、処分するにしろこのままユーロ安・円高が進んだときよりは対応の選択肢が増加することになり、資産内容が悪化している日本の一部機関投資家に対する支援策にもなる。円高が急激に進む際におけるドル買い介入が日本の輸出業者に及

ぼすメリットに似た効果を狙ったとも思える

3. 欧州サイドから見ると、ユーロの下落は「欧州にインフレの危険が迫るまでは問題ない」(ドイツの通貨当局者)としても、日本からの委託介入要請に応える形を取りながら市場に介入し、そのことにより市場に存在感を示し、ユーロ安に一定の歯止めを入れておく必要があったのではないか。それは特にサミットで世界の目が集まっているときには有効な措置であると考えたこと

などです。介入はユーロ・円の相場を3円も動かしたという意味では、とりあえず成功と言える。

一方ユーロ買い・円売りの介入の結果、ドル・円は結果的に120円台に乗って先週末のニューヨークの外国為替取引を終えた。「日本の景気回復が足腰の強いものになる前の円高は好ましくない」(榊原財務官)という「premature」論に基づく考え方を引き続き日本の通貨当局が持っていることが改めて明らかになった。

月曜日の朝も続いている日本の通貨当局の介入により、東京市場ではドル・円は一時122円台を記録。また、ユーロ・円は126円台を記録した(月曜午前10時過ぎの段階)。月曜日の段階でも当局が介入を続けているのは、110円台を当面は見させたくないという意図があるのかもしれない。

しかし気になるのは、ドルとユーロが介入でもなければ対円で自らの力で上値を追えなくなっていることです。「ユーロ買い・円売り」やドル買い介入により、ドルもユーロも対円で上昇しましたが、この二つの通貨が円に対して独力で持続的に上昇する力は今のところないと判断できる。従って、潜在的な円高圧力は残ったままだと考えます。日本の景気回復の足取りが強くなればなるほど、円高をトライし当局の意図を試すことになるでしょう。

週末に開かれたサミットは、議長声明にしろ共同宣言にしろ事前に「案」が出来上がり、それが首脳達によって正式承認される前から日本の含めて各国の新聞に載ってしまうという「出来レース」ぶりで意外感はない会議ですが、ポイントとしては

1. 世界経済のメルトダウン、連鎖的通貨安、Asian contagion (アジア汚染)などの単語が飛び交って危機感が強かった昨年のサミットの環境からすれば、世界経済はアジアが落ち着きを取り戻し、アメリカに次ぐ経済規模を誇る日本とドイツに少なくとも回復の兆しは見え、さらに言えばコソボ問題も解決の糸口を見つけたことから、ある程度安心感のある会議だった
2. しかし、2000年の大統領選挙を控えたアメリカは、「世界経済の成長エンジン」としての自らの役割に対する嫌悪感をあらわにし始めており、特に「鉄鋼」については日本に対して早急の輸出削減措置を政治的圧力として要求し始めていること。

3. 日本の第一四半期の GDP 成長率が予想外の高さ (+ 7.9%) になったことは賞賛されたけれども、その持続性に対しては日本国内と同様に国外でも強い疑念があり、景気回復の持続を日本が強く要請されたこと

などでしょう。今回のサミットは、直前にコソボ問題も動いて日本も参加できる「バルカン半島の戦後復興」に関する話が主になったこと、日本の第一・四半期の高い成長率が直前に出たことなどで小渕首相には極めてラッキーなサミットになったと言える。2000年の九州・沖縄サミットを小渕首相が開催できるかどうかは今後の日本の政局次第だが、誰が首相であろうと主催国として日本はそのときまでに景気回復を足腰確かなものにする必要に迫れるでしょう。

今回のサミットが共同宣言の中で、「雇用創出への協調強化」をうたったことは世界の大きな流れがその方向に向かっていることを示している。「人々への投資」という表現が目新しく良い。

《 shorter and less ambiguous than usual 》

ECB の委託介入やサミット以外で過去一週間に一番注目されたのは、「いつもより短くて、曖昧ではない」表現を使った17日のグリーンズパン FRB 議長の上下両院合同経済委員会における証言です。その後の質疑応答まで含めてグリーンズパンの意を汲んで要点をまとめると以下の通りとなります。

1. この証言の日から29、30日までの次回 FOMC の間によほど大きな環境変化がない限り、FRB は控えめで (modest) 予防的な (preemptive) な利上げを実施する。アメリカの物価環境は全体的には極めて安定しているが、労働人口増加が1%、生産性の向上が2%で米国経済の潜在成長力は3%と見て取れる中で、実際には過去3年間に渡って4%前後の高い成長をアメリカ経済は続けている
2. この3%の潜在成長力を上回る1%分の成長の持続故に、アメリカ経済には不均衡 (imbalances) が生じており、短期的には問題がないにしてもこうした不均衡が長期間続けば、経済の持続的成長を危険にさらす危険性がある。具体的には、アメリカ経済が雇用できる働く人のプールが減少していること、また労働生産性の上昇ペースがモノやサービスへの強い需要に惹起されている労働力需要を緩和するには至っていないことなどである。一方で、資産価格の上昇によりアメリカの消費者や企業の消費・設備投資性向は高まっており、これは資産価格の上昇が止まっても続きそう
3. 従って、アメリカ経済をこのまま放置して現在より一層労働市場が逼迫すれば、必ず労働生産性の伸びを大幅に上回る労働賃金の大幅な上昇が起こる。金融政策の政策発動効果は大幅にラグするのが普通で、現在どうかというよりも、現在の政策を続けた場合に今後一年ないしそれ以降にアメリカ経済がどうなっているかという観点から

金融政策を動かす必要がある。その意味では、「控えめではあるが、予防的に」金利を引き上げることが妥当である

- 4 . しかしこの利上げは、あくまで「物価の今後とも安定」を狙いにしたものである。FOMC が政策決定においてここ数年に直面した重要な問題の一つは、資産価格に置くウェイトであった。既に述べたように、経済成長が持続的に続くとの楽観的な見方が強まる中では、一般物価が安定していても資産価格が持続不可能なレベルに上昇することはあり得る。90年代のアメリカの株価は、その歴史の中でもいくつもないブル・マーケットである。多くのアナリストは生産性の伸びやそれに関連した企業業績の長期見通し改善から生じている「fair value」の上昇を考慮しても、現在の株価は上げすぎだと判断している
- 5 . しかし、「バブル」は総じて、事後的にしか認知できない。事前に「バブル」を検知すると言うことは、豊かな情報を持つ多くの投資家の考え方がすべて間違っているという判断を下すことで、いずれにせよ難しい。バブルの破裂が心地の良いものでないことは確かだが、その打撃が経済にとって壊滅的だとは限らない。10年前の日本のバブル崩壊は、直ちに生産の著しい縮小や失業の急激な上昇を招来しはしなかった。これは議論の余地ありだが、現在の日本の経済問題を引き起こしたのは、その後の失敗であり、それは日本の金融システムが被った打撃にタイムリーに対処出来なかったことである。同様に、1929年の株価暴落もアメリカ経済を不安定にしたものの、いわゆる「大恐慌」はその後の政策の失敗によるとの見方が一般的である。対して、1987年のブラック・マンデーの株価暴落は、アメリカ経済に対して持続的な打撃を与えはしなかった
- 6 . よって、持続的な経済成長を達成するためのもっとも確かな方法としては、金融政策はモノとサービスの一般的な価格レベルの安定に専心するのが最良だというのが私の結論である。もし資産価格の動揺が経済問題を引き起こした場合でも、経済が一般物価の安定の中にあれば、資産価格の動揺から生じた経済問題にもっとも適切に対応できる
- 7 . 金融政策が最大限の持続可能な経済成長を育むためには、経済に現れつつある不均衡が経済の安定を脅かす前にその不均衡を予防することが有用である。しかしそのことが常に可能なわけではない。時にして未来は、曇りガラスの先にある。しかし、予防的に動けるときには、動くべきである。なぜなら、控えめで予防的な措置 (modest preemptive actions) は、あとあとの経済を不安定にしかねないより劇的な措置を取る必要性をなくしてくれるからである

「今は予防的に動けるのだから、動く」と言っているのである。グリーンスパンの言う「控えめで予防的な措置」(modest preemptive actions) は、「0.25%の利上げ」と考えて良いでしょう。なぜなら、今の政策金利としてのFF金利の水準は5%に満たない。「0.

5%」はその10%以上に相当する。これは「modest」の語感からは遠い。従って筆者は、従来から主張してきた通り29?30日にかけての次回会合で、FOMCは利上げを実施し、その上げ幅は「0.25%」になると考える。

《 need not be catastrophic for the economy 》

6月14日号で予告した通り、実はグリーンズパンFRB議長は先週二度に渡って上下両院合同委員会で証言している。月曜日と木曜日。月曜日の証言は議長がいつも「テクノロジーと経済」に関していつも言っていることであまり興味を引かなかったのですが、木曜日の証言は、0.25%のFF金利引き上げを鮮明にした点で注目を浴びました。しかし筆者は、「株価と米金融施策」「バブルへの対処」などでグリーンズパン議長が今までにない考え方を披露した実に興味深いものだったと考える。

筆者が一番興味を持って読んだのは、以下の部分です。ちょっと長いのですが引用します。

One of the important issues for the FOMC as it has made such judgments in recent years has been the weight to place on asset prices. As I have already noted, history suggests that owing to the growing optimism that may develop with extended periods of economic expansion, asset price values can climb to unsustainable levels even if product prices are relatively stable.

The 1990s have witnessed one of the great bull stock markets in American history. Whether that means an unstable bubble has developed in its wake is difficult to assess. A large number of analysts have judged the level of equity prices to be excessive, even taking into account the rise in "fair value" resulting from the acceleration of productivity and the associated long-term corporate earnings outlook.

But bubbles generally are perceptible only after the fact. To spot a bubble in advance requires a judgment that hundreds of thousands of informed investors have it all wrong. Betting against markets is usually precarious at best.

While bubbles that burst are scarcely benign, the consequences need not be catastrophic for the economy.

The bursting of the Japanese bubble a decade ago did not lead immediately to sharp contractions in output or a significant rise in unemployment. Arguably, it was the subsequent failure to address the damage to the financial system in a timely manner

that caused Japan's current economic problems. Likewise, while the stock market crash of 1929 was destabilizing, most analysts attribute the Great Depression to ensuing failures of policy. And certainly the crash of October 1987 left little lasting imprint on the American economy.

This all leads to the conclusion that monetary policy is best primarily focused on stability of the general level of prices of goods and services as the most credible means to achieve sustainable economic growth. Should volatile asset prices cause problems, policy is probably best positioned to address the consequences when the economy is working from a base of stable product prices.

この部分は、3ページから4ページにかけてのグリーンズパン証言要点の「4」から「6」に相当します。この部分がしっかり読めていたなら、日本の新聞からグリーンズパン証言に関する株価関連記事の多くの「見出し」が消えていたに違いない。明らかに今までとは違った考え方が出てきている。

例えば金曜日の日本の朝刊には、「その後も株価が上がったらFRBは利上げに」という見出しがあったが、グリーンズパン議長はそんなことを言ってはいない。逆です。グリーンズパン議長は今回の証言で初めて、株価（広く資産価格）の水準と金融政策運営を明確に分離した。端的に言うと、「バブルが起きてそれが破裂したならそれでもいい。問題はその後の政策なのだ」...とやっている。

日本の金曜朝刊の締め切りは米東部時間では木曜日の昼過ぎ。グリーンズパンの議会証言は木曜日の午前中でしたから、記事を書くのに時間がなかったのは確か。しかし、印刷してもA4で3枚にもならない今回のグリーンズパン証言には全文に是非目を通して欲しかったと思う。日本時間の金曜日の午後になって出てきたアナリストの文章の中にも、「全文を読んだのだろうか...」と思われる分析がいくつもあった。

金融政策と資産価格のレベルを明確に分断して考えるグリーンズパンの新しい考え方は、「次回の利上げは、株価つぶしを狙ったものではない」と議会に信号を送ったとも考えられる。今までのグリーンズパンは、株価のレベルと金融政策をどこかでリンクさせていた。議会はそれを問題としてきたのです。「FRBに株価のレベルを決める権限を与えたつもりはない」という立場で。

常識的に考えて、グリーンズパンが依然として現在のアメリカの株価レベルに懸念をもっていることには変わりはないと思う。これは確かである。しかし、「バブルとその破裂そのものが経済にとって壊滅的なわけではない。問題はその後の政策だ.....」と言い切ることによって、次回の利上げの狙いを「一般物価の上昇を控えめながら、予防的に防ぐ」ことに集中させた。もうこれで議会は文句を言えない。議会はFRBに対してその権限は与えているからです。

《 Betting against markets is usually precarious at best 》

グリーンスパン証言の「株価の水準と金融政策」に関しての方針は、端的に表現すると以下の通りです。

「今の株価がバブルであるかどうかは、実は分からない。バブルは事後的にしか認知できない。従って、金融政策はもっぱら一般物価の安定を目指す。資産価格が本当にバブルと言える水準にあれば、それは破裂する。しかし、過去の歴史を見ればバブルの破裂そのものよりも、その後の政策ミスが経済への打撃をもたらしている。その時の対応をきちんとやれば、バブルの破裂は経済に壊滅的な打撃を及ぼすことにはならない」

と言っている。これはある意味で、「FRB が見事な金融政策をすればするほど、金融当局への信頼感の高まりが出来て、株価が上がってしまう」という「成功のジレンマ」に対する FRB の対処姿勢面からの「結論」だと考えられる。もし株価が上がりたのなら「どうぞ」ということだ。

多分、FRB や財務省の中ではアメリカの株価が 20%といわれるコレクション・フェーズを超えて「破裂」に近い状態になったときの contingency plan（緊急対応策）が出来ているのでしょう。だから、「その後の政策が重要」と言い切れる。10年前の日本に加えて、自国の1929年を例示しているのは、彼の優しさでしょうか。

グリーンスパンがこうした結論に立ち至った背景には、「市場の方向性に逆行する判断は、最大限の努力をしてみても通常はあやふやで、不確かなものだ」(Betting against markets is usually precarious at best.) から、やはり基本は市場の声をきちんと聞く必要があるという彼の基本的な「市場信奉」の考え方でしょう。それが市場の声ならしかたがないじゃないか.... という姿勢。だからこそ、「破裂するかもしれないが、問題はその後の政策対応だ」と自分でベルトを締め直している。この姿勢には批判もあるかもしれない。バブルだと分かっているなら、なぜ早めに手を打たないのだ.... と。

おそらくグリーンスパンは、0.25%の利上げなら逆に米金融市場が安定し、株価も上がる可能性が高いことを知っている。で事実、木曜日のグリーンスパン証言の後には、債券相場は上がり、株価も一時急騰した。「それでもいいんだ」と彼は「その後の政策」を準備しているのである。

グリーンスパン率いる FRB のこの姿勢の政策的意味合いを考えてみると

1. 仮に株価がダウで12000、さらには13000と上昇したとしても、それだけで FRB が金融政策の引き締めを強化することはない
2. FRB が一段と引き締めをすとしたら、景気の拡大ペースの持続などで「予防的な措置」で制御できる範囲を超えてモノとサービスなど一般物価に対して上昇圧力がかか

る時である

3. 株価ファクターが抜けたあとでは、6月末の利上げがあったあとの利上げペースは従来通りアメリカ経済の全体的な状況を見極めながらの慎重なものになる

ということでしょう。いずれにせよ、なにかにつけて「介入主義」が前面に出る日本との対象性は明確である。「市場は間違ふかもしれない」ということを前提にしながら、しかし事前に市場に容喙できる知恵は（特に政府には）ないのだから市場が間違ったときの対応を考えるのが当局の仕事だと考えるアメリカと、「市場は必ず間違ふ。よって事前に容喙すべきだ」と考える日本流。この差は、大きい。

日本は明治維新といい、戦後の経済復興といい、「市場や産業への政府の容喙」の中で先進国への歩みを続けてきた。政府が経済の未来を見通すクリスタル・ボールを失った後でも、この性癖が根強く残っている。実はこれは日本政府だけの問題ではない。どこかで日本という国の国民体質のようなものだ。国民もマスコミも、何かあると「政府は何をしている...」となる。日本の行政が警戒的になるのもやむを得ない面もある。

しかし、その点を考慮に入れても日本は明らかに「行政の市場への容喙」が過ぎるケースが多いと筆者は思う。介入が過ぎると、市場は曲がり、時には死んでしまう。グリーンSPANは今回の証言をもって、「市場は確かに間違っているかもしれない。しかしそれを事前に予知できない以上、間違いが正される過程で適切な政策対応をすればよいのではないか」と言っているのである。そこには、市場を尊重し、それを揺籃しようという基本的な姿勢が明確に出ている。

グリーンSPANは、証言の最初の方で次のようにも述べています。

As emphasized by the important hearings this committee has held in the past few days, an impressive proliferation of new technologies is inducing major shifts in the underlying structure of the American economy. These fundamental changes appear to be far from complete. The way America does business, including the interaction among the various economic players in our economy, is in the midst of a significant transformation, though the pace of change is unclear.

As a consequence, many of the empirical regularities depicting the complex of economic relationships on which policymakers rely have been markedly altered. The Federal Reserve has thus been pressed to continuously update our understanding of how the newer forces are developing in order for us to address appropriately our underlying monetary policy objective: maximum sustainable economic growth.

「新しい経済の急速な拡散が、アメリカ経済の基本的な構造を大きく変えている。この

根本的な変化は、とても完了してとは言えず、その途上である。その結果、政府の政策担当者が判断を下す上でこれまで依存してきた経済に関する経験知の多くは、大きく変わってしまった。従って、FRBは持続可能な最大限の経済成長という基本的な金融政策目標を達成するために、経済に生まれている新しい力が経済活動をどう変えているかを常に監視し、我々の理解を新しいものにする努力をしている」

と言っている。多分、アメリカの金融市場が現在のFRBに信頼感を寄せるのは、こうした点でしょう。常に経済に生まれてきている新しい力（newer forces）に関心を払うという姿勢は見習いたいものです。

今週のスケジュールは以下の通りです。

6月21日（月）	日英首脳会議 米・EU首脳会議 5月の日本の貿易収支・財政収支
6月22日（火）	日と北欧の首脳会議 米上院が鉄鋼輸入割当法案採決
6月24日（木）	5月の全国スーパー売上高
6月25日（金）	6月東京都区部、5月全国消費者物価 第3次産業活動指数 米99年第1四半期GDP確報値

《 have a nice week 》

やっと梅雨らしい天候になってきましたね。暑さも和らいで、まあ良かったのでは。あのまま暑くなったらたまらない。土曜日は久しぶりに富士山麓にゴルフに行ったのですが、雨が弱くずっと降っていました。しかし気にはならなかった。雨より気になったのは霧です。10メートル先がかすかに見えるだけ。スコアは霧故に、良くなった人も。見えない方が良かったということでしょうか。全米オープン、ペイン・スチュアートが、-1で優勝。ミケルソンが2位でイーブン。スチュアートは18番のパー4でパーオンできなかったものの、1パットでパーを守っての1打差優勝。

何人かの人からの「次は1500号ですね」というメールを頂いて気が付いたのですが、確かにこの号が1500号。よく続いたものですね。まあスタートがブラックマンデーの直後ですから。年月もかかっている。いつまで続くか分かりませんし、現在の配布方法を変えることも考えなければならぬかもしれませんが、いつまでもご批判、ご批評を宜しく。

ところで今日は、今週発売される一冊の小説を紹介しましょう。「発売される小説を紹介

する」というのは矛盾のようですが、「仮綴じ本」という出版される前の段階でこの本を読ませてもらったものですから。

その本とは、山崎豊子著の「沈まぬ太陽」(新潮社刊)です。平成7年から5年間に渡って週刊新潮に連載され、今年の5月に連載終了となったもの。全5冊の大部。そのうち、1(アフリカ篇・上)と2(アフリカ篇・下)、それに3(御巢鷹山篇)が仮綴じ本としてできあがっている。1と2は、正式には6月24日に本屋さんに並ぶ。3は7月29日、4(会長室篇・上)、5(会長室篇・下)は、8月、9月になっての刊行。

小説に出てくる国民航空のモデルはJALです。そこに勤める社員(恩地 元)の会社員としての生活、つまり優秀な人材として入社し将来を嘱望されいながら1年間という約束で組合の委員長をやったことから人生を狂わせた(それが良かったかどうかは別問題ですが)人間の目を通して、会社と一人の人間、家族と生き方、航空機事故とそれにあった人々とそれに係わる問題などを社会派作家ならではの鋭い目で描いたもの。1と2は「なんだ、企業小説が……」、まあこんなものかなと思いながら読んだのですが、3の「御巢鷹山篇」は圧倒的な迫力をもって読む人に訴える。

小説全体に流れている思想は、「徹底した調査小説」という考え方だと思います。特に「御巢鷹山篇」はそうで、この事故は1985年に起きた。旧お盆の直前だったと思います。520人がなくなった世界の航空機事故では最大のもの。「構想8年」と書いてありますが、実際には「調査 年」ということを宣伝にした方が良いのではないかと思うような圧倒的な調査の上で書かれている。それを構成力、文章力で読ませ、数多くの問題提起をしている。

組織と人間、組織の中での人間のあり方、一つの方向を選んだ社員とその家族の関係、事故によって破壊された家族、その家族の構成員の人間模様……。2冊の「会長室篇」がクライマックスだそうですから、私にとっても楽しみはまだ先ということ。実は私は「企業小説」というのは好きではない。大体が、企業小説は企業を江戸時代の「藩」のような存在として、つまり少なくとも精神的には抜け出せないものとして、その中での人間模様を描く。コップの中で争ったり、滑ったり転んだりしている連中の小説のように思える。だから、「落日燃ゆ」以外は城山三郎も好きではないのですが、この「沈まぬ太陽」は最初「企業小説」のように始まるのですが、やはり山崎豊子さんですね徐々に読むに値する「社会派小説」になっている。是非機会があったらお読みになると良いと思います。

それでは、みなさまには良い一週間を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤(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、御自身で下されませうお願い申し上げます》