

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1506号 1999年08月16日(月)

## 〈 benign inflation report ....but 〉

今回のレポートのポイントは以下の二点です。

1. 今週発表になる消費者物価指数が予想を下回るものでも、来週24日にFOMCはかなり高い確率で利上げをしてくると考えられる。上げ幅は0.25%にとどまると見る
2. 先週末のドルに関するクリントンの発言は、「強いドル支持」と報じられているが、内実は米政府の立場がかなり微妙であることを示しており、今後も米政府はドルに対して曖昧な姿勢をとり続けると見られる。需給要因もあって、ドルには持続的に下方圧力がかかると考えられる

インフレ懸念が高まる中で発表された7月の米卸売物価(完成品)は、予想外に落ち着いたものでした。全体がわずかに0.2%のアップで価格変動の激しいエネルギーと食料品を除けば前月ともちあい。この結果、インフレ懸念が充満していたニューヨークの市場は「少なくともFRBの利上げペースは緩やかになる」との見方から、株はダウ平均でみて184.26ドルも上昇して11000ドルに接近、利回りアップが続いていた債券市場でも久しぶりに買い物が入って、指標30年債の利回りは6.10%に低下した。前日の6.25%を上回る水準からの大幅な低下。(対象銘柄の交代という特殊要因もあったので割り引いて考える必要はある)

しかし、この完成品を対象とした数字には現れない物価上昇圧力がこの米卸売物価統計には隠されている。大幅な上昇を見せたのは、中間財の卸売物価である。完成品の落ち着いた動きに隠れてはいるが、この中間財(エネルギーと食料品を除く)を見ると0.4%の大幅な上昇。6月の0.5%の上昇に続くもので、7月まで3ヶ月の移動平均上昇率は4.5%と、1995年半ば以来の高い伸び率となっている。中間財の価格上昇が完成品に現れていないのは、タイムラグと厳しい競争環境の中で企業が完成品価格への転嫁を渋っている事情が伺えるが、いずれにしても物価上昇圧力は着実に高まっているのである。

こうした環境と、グリーンズパンFRB議長が一番重視(7月26日の1504号)する「労働市場」の逼迫が7月の雇用統計や労働コスト指数で明らかになっている以上、今週の消費者物価がかなり落ち着いたものであるとしても、「金融政策は予防的に行い、敏速かつ強力に措置する」としているFRBは24日には利上げをしてくると見るのが妥当です。グリ

ーンズパン議長は7月22日のハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言で前回の利上げ（6月30日）に関して、

To have refrained from doing so in our judgment would have put the U.S. economy's expansion at risk.

（利上げを思いとどまった方が、アメリカ経済の拡大を危険に晒したであろう）

と述べていますが、今回もこれに該当する。つまり、今回利上げを見送ったら、次回のFOMCは10月5日である。これまで利上げを遅らす理由はないし、遅らすリスクの方が今動いておくリスクの方よりはるかに小さいと思慮される。

同じ利上げでも、24日のFOMCでの選択肢がいくつかあることは確かです。利上げの幅やパッケージで。

1. 0.25%の利上げをして、バイアスを「中立」とする
2. 0.25%の利上げをして、バイアスを「引き締め」とする
3. 0.5%の利上げを行って、バイアスを「中立」にする
4. フェドファンドばかりでなく、公定歩合も引き上げる

この中では、「1」が一番可能性が高い。FRBは労働市場の一段の逼迫を避けるために、米経済の成長率の3%への低下を目指すと考えられます。今年第二・四半期の米経済成長率は既に2.3%にまで低下していますが、これは在庫の動きを反映したもので、一時的な鈍化と考えられる。成長率は今後、第一・四半期の4%前後に戻りかねない。今回の利上げは、それを阻止しようというわけです。

しかし、長期金利の上昇とそれに伴う住宅貸し付け金利の上昇などで住宅着工が落ちてくるなど、米経済の自立的鈍化の兆しもある中では、0.5%という大幅な利上げをするより、0.25%でバイアスを「中立」にして、市場の不安心理を押さえながら米経済の動向を見守った方が良いと考えるでしょう。このシナリオが崩れるのは、今週火曜日に発表される米7月の消費者物価がよほど大幅に上がったときです。

「利上げ」を全くしないというのは、冒険に近い。グリーンズパン議長自身が、「遅らせれば、後々大幅な動きをせざるを得なくなる」と述べているとおり、予防的に小刻みな措置をとるとするのがグリーンズパン流。利上げをせずバイアスを「引き締め」にする手もかすかにあるが、それでは市場の不安心理は高まってしまいますから、ないでしょう。

FRBのスタンスの利上げ方向への傾斜は、消費者物価がどのようなものになるかと変わらなないと考えます。グリーンズパンがあくまでも問題にしているのは、潜在的なインフレ圧

力の増大であって、それが物価指数で顕在化しているかいないかは問題ではないからです。

市場の関心は、「8月24日以降」に関心が移ることになる。今の段階で、10月も利上げがあるかどうかははっきり予測できない。ポイントは、経済成長ペースが3%の最大限巡航ペースか、それを下回るレベルに戻るかどうか、労働市場の逼迫状態がどの程度になるかでしょう。

株式市場や債券市場は、7月の卸売物価を見て一時の不安心理をかなりの程度沈静化させましたが、利上げ期の市場は基本的に不安心理が持続するもの。依然として、秋にかけてのニューヨークの市場は不安定と見ます。

### 《 a predictable thing 》

さて、次にドルに関してです。先週末、クリントン大統領は自ら「Nightly Business Report」というテレビ番組に出演して、当面の経済問題のいくつかについて考えを明らかにしました。そのうち、ドルに関して同大統領は「強いドル」を支持したと報じられている。しかし、実際にはこのテレビ番組でのクリントン発言の全文を読むと、アメリカ政府のドルに対するアンビギュアスな態度が鮮明になる。まず、この番組を放映したテレビ局のトランスクリプト（番組での発言を文章に起こしたもの <http://www.quote.com/news/recent/nbr/nbr19990812.html#STORY1>）の一部を以下に掲げます。SUSIE GHARIB はインタビューアーです。

（原文）

SUSIE GHARIB: Traders are nervous about inflation creeping into the economy. That's a topic I addressed to President Clinton when I met with him at the White House yesterday. I asked him whether he thought wages were growing so fast to create an inflation problem. Here's what he had to say about that, and other business and economic issues.

WILLIAM J. CLINTON, PRESIDENT, UNITED STATES OF AMERICA: I don't think there's any evidence of that now for a couple of reasons. One is, you know, we had about 20 years when, in effect, there was no real rise in wages. I also believe the fact that we have open markets and, therefore, lots of competition, and a lot of productivity increases fueled by technology should give us some encouragement there. It's something obviously we have to be vigilant about. But based on the present evidence, I think people are—they're earning their pay increases and they've worked hard for them and, so far, I don't think there is evidence of inflation.

GHARIB: Mr. President, on Wall Street, they say that the direction of the stock market is a good predictor of where the economy is headed six to nine months into the future. We've seen

some rallies recently, but still stocks are down 10 percent or more from their recent highs. Do you think that the stock market is telling us that rough times are ahead?

MR. CLINTON: Not necessarily. No, I don't. Because, it's unrealistic to think that it's going to more than triple every five years, as Secretary Rubin used to say, "markets go up, markets go down." What the government should focus on is keeping the fundamentals right. And it seems to me that if we can keep paying down the debt, practice fiscal responsibility, keep pushing to open markets and keep making the kind of long-term investments that we know are good for the American economy, then the people in the private sector will take care of the rest.

GHARIB: You mentioned Robert Rubin, and there are some people who believe that since Robert Rubin left his post as Treasury Secretary, that the administration has modified its policy on the dollar. Can you clarify this for us? And we have seen the dollar under pressure recently.

MR. CLINTON: No, we haven't modified our policy. I think that what you've seen with the dollar is partly a function of an expected recovery in Asia, and I think that on balance, that's good. And the European economy may be growing a little more; on balance, that's good. And so I think that that is a predictable thing. Plus, you know, to try to help our friends in Asia and Russia get through this crisis - and the Chinese particularly have had - even they've had a little bit of problems, we've run quite a large trade deficit here because we haven't wanted to close our markets since they were in trouble. Now when those things happen - that tends to weaken the currency too, after a certain amount of time. So I haven't been particularly alarmed by it, but neither am I for a weak dollar. I think the United States has to be for a strong dollar.

最初から、クリントンのドル問題に関する発言（茶色に変色させた部分）までです。ここまで読むと、クリントンの発言が、単純に「ドル高支持」でないことは明らかです。

「アジアや欧州が回復（またはその予想）に向かっていて、それは良いことなのだが、そういう意味では（ドルが下がっているのは）予想された事だ」

「アジアのロシアの友人達、特に中国が危機を切り抜けるのを助ける意味でも、アメリカは巨額の貿易の赤字を出している。市場を閉めないからだが、そういう状態が一定期間続くと輸入国の通貨（ドル）は弱くなりがちだ。特に警戒はしていない」

「しかし、私は弱いドル志向ではない。アメリカは強いドルを志向せねばならないと私は思っている」

と述べている。最初の二つの背景説明は、ドルが下がるのは当然予想された事 (predictable thing) の背景を説明していて、そうした事態が続けばドルはもっと下がって当然と言っている。アジアや欧州の景況回復でドルが下がるのは自然だし、アジア、特に中国とロシアの友人を助けるためにはアメリカは貿易収支の赤字を膨らませなければならない状況だと述べているわけです。資本は成長可能性を見て動きますから、東京を含めてアジアの株式市場の活況や、アジア各国経済の回復軌道は、資本をアジアに移動させる。

しかし一方でクリントンは最後に、「私は弱いドルは志向しない。強いドル志向でなければならぬ」と述べている。明らかに前の二つの文章と、最後の結論のところには矛盾がある。ほっておけばドルは安くなることを認めながら、しかし「強いドル志向だ」と言っているわけです。

本音と建前の違いと言うよりも、ドルには「強いイメージを持ちながら下落して欲しい」という本音が出てきたと言えるでしょう。市場は、「強いドル」の立場がどの程度前面に出てくるかを気にしながら、弱いドルの行方を見ることになるでしょうし、「弱いドル」の限界をいつか試しに来ると見ます。

「強いドル」のイメージを保つ必要性は、資本にあります。海外の資本に依存するアメリカは、資本の過度な流出を防ぐために強いドルのイメージを保とうとしている。サマーズだけでは足りずに、クリントンまで出てきてドルに関して述べたのは金融市場の動揺を抑えなかったからです。資本の流出は、ニューヨークの株価を急落させ、債券利回りを、従ってそれに連動している米企業向け、消費者向けの金利を上昇させて、大統領選挙を前にして景気を大幅に鈍化させる懸念がある。

一つはっきりしたのは、アメリカ政府当局もドルが下がる理由をよく理解しているということです。しかし、「アメリカは強いドルを志向している」というイメージは壊したくないし、このイメージが倒壊しそうになったら、またニューヨークの金融市場が大きく動揺したら「強いドル」のイメージ回復の為に介入に出てくるでしょう。当面アメリカは二つの仮面を使い分けることになる。

### 〈 have a nice week 〉

今朝も都心の道路はがらがらに空いていました。まだ主要都市に向かう高速道路は混んでいるのでしょうか。私は先週の前半に出かけましたので、渋滞とは無縁でした。この週末は、レストランも多くは休みで、今日も休んでいるところが多い。おまけに新聞もないときている。

休み中は本を何冊か読みましたが、一冊紹介しましょう。私の名前も最後にちょこっと載っていますから NHK 解説委員の山田さんが書いた「驕れるアメリカ経済」を。まあ表題はちょっとセンセーショナルですが、中身はアメリカ、欧州、それに日本の世界経済三極の動

きをユーロ誕生の中で描いて、日本経済の先行きを検証したもので中身と表題にはちょっと乖離がある。

副題は、「21世紀の覇権は誰に」われわれのようにビジネスに直接携わっている人間とは違った感覚があって、良い意味では鳥瞰的に最近の動きが追えると言うことです。読んでいて、納得できるところが数多くある。まあ私は、これからの経済は市場に参加している各プレイヤーの役割が国際的にも複雑化して、実は国境とか国の覇権というものが曖昧模糊とし、覇権が実は民間企業や個人にかなり落ちてくるという考え方ですが、国単位の考え方は依然として重要であることには変わりはない。いずれにせよ、夏に一読を勧める一冊です。東洋経済新報社から。値段は、1700円です。

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（03-5410-7657 Email [ycaster@gol.com](mailto: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》