

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1543号 2000年05月22日(月)

《 more rate increases ? It depends..... 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 先週の0.5%の引き上げにより、FRBの99年からの一連の利上げ累積幅が1.75%に達したこと、今後も利上げが続くとの見方から、まず株式市場にその影響が現れている
2. しかしアメリカ経済そのものが明確に鈍化する兆しを見せているわけではなく、FRBは強すぎる景気とそれが抱えるインフレ圧力をまず念頭に置いて金融政策を続けよう。しかし、そこには「脆弱性を増した株式市場」の問題が常に横たわる環境となった
3. 米金利の一段上昇見通しは、ユーロ安進展、他のアングロ・サクソン通貨の下落など多くの国の通貨に対してドルの上昇をもたらしており、ドル・リンクの他の諸国経済(南米など)に負担になり始めている
4. しかしその一方でドルは円に対して軟調に転じており、この状況はドル金利一段高の環境の中でも続くと考えられる。ただし、100円~110円のレンジから抜けるにはやや力不足である

先週のFRBの利上げで明確になったのは、「世界は完全に引き締めモードに入った」と
言うことである。90年代の10年間も続いた「インフレ圧力」を懸念しなくて良い環境
は去ったと考えた方が良い。IT技術が経済に浸透する過程で生ずる物価下落圧力は依然と
して多くの国でインフレの顕現化を抑制している。それはアメリカでも効果として残って
いる。

しかし、それだけに頼って「低インフレの持続」を望むのは危うい環境に入ってきた。
だからこそ、FRBは大幅な利上げをしている。その強い引き締めスタンスは、当面続くで
しょう。アメリカでは、経済諸要素のうち労働市場の逼迫が顕著になってきたし、3月に
急騰し4月には一端下落したものの、その後5月に入って再び高値を追い始めた原油など
経済にとって極めて重要なコモディティ価格の気になる動きもある。幾つもあるインフ
レ発生の震源のうち、爆発しそうなものが増していると言うことである。

多分、70年代、80年代の引き締め期ほど劇的に名目金利を上げなくてもインフレの

実際の発生を未然に防げる水準というのはあるかもしれない。サイバーの世界では、依然として今までの技術環境、従ってそこを通るモノや情報やおカネの流れを一気に変えかねないような目新しい動きも見られ、こうしたサイバーの世界での大きな環境変化は、物価に対しては下方圧力を掛け続ける。具体的に言えば、サーバー経由の検索技術ではなく、全く分散的な検索システムの登場（グヌテラ gnutella）などである。このような新しいソフトウェアやその他の動きが今までのネットの旧秩序をどのくらい壊すかわ不明だが、ネットの世界の物価引き下げ圧力を増すことは間違いない。しかし、経済はそれだけではないから、90年代に比べるとアメリカを中心に世界各国経済には徐々にインフレ要因がビルトインされつつあると言える。

《 1.75% 》

アメリカの99年からの一連の利上げを見ると、0.25%で5回。そして、今回0.5%。その結果、累積利上げ幅は1.75%となった。無論環境も違えば、単純な比較は出来ないが、80年代後半の日本の金融政策では興味深いことが分かる。以下に、87年からの日本の政策金利の動きを示します。

日本の公定歩合推移	利上げ幅（括弧内は累計）
1987.02.23・・・2.50%	
1989.05.31・・・3.25%	0.75%（0.75%）
1989.10.11・・・3.75%	0.5%（1.25%）
1989.12.25・・・4.25%	0.5%（1.75%）
1990.03.20・・・5.25%	1.0%（2.75%）
1990.08.30・・・6.00%	0.75%（3.50%）

今から振り返ってみると、当時の日本はどう見ても「ちょっと乱暴だったかな」という利上げをしている。問題は、87年以前にプラザ合意の関係もあって、機動的な金融政策の発動が出来なかったことにある。それは別として、株価の動きから見ると89年12月25日の0.5%の利上げで「累積利上げ幅」が1.75%になった。その段階で、株式市場が大きな下落の波に飲み込まれている。日本の株価がピークをつけたのは、89年の末である。

日本はその後も実に1.75%という利上げを行った。株価や地価が大きく下落（目立ったのは株価でしたが）始めていたにもかかわらずです。FOMCのこれまでの利上げは、日本に比べればはるかに慎重で、かつ徐々に行ってきた。日本は80年代から90年代にかけて、「0.25%」などという最小刻み単位（アメリカでの）での利上げなどしてはいない。アメリカはそれを5回も繰り返した。グリーンスパンは90年代に特徴的な「テクノロジーの持つ価格抑制圧力下に物価がある」ことをよく理解した金融政策運営をしたと

いえる。

しかし、徐々にやってきたにせよ、引き上げ幅の累計は既に 1.75%。経済よりも何よりも、株式市場にその影響が現れて良い時期に来ており、実際の所ニューヨークの株式市場は先週後半からかなり不安定になってきた。もっとも筆者は、市況記事などにさかんに「ニューヨークの株安は金利懸念」という記事があるのですが、実際には特にハイテク株の下げは昨年 11 月からの上げ過ぎに対する反動の部分の部分が大きいと思っている。しかし、金利の影響が強くなっていることは否定できない。FOMC の声明を素直に読むと、利上げはまだ続く。

今回の利上げを受けて米銀のプライムレートは 9.5% と 10% に接近する中で市場よりも望まれるのは経済の巡航速度への減速ですが、その兆しはまだ具体的には現れていない。企業活動を見ると、既にかなり揃ってきた今年第一・四半期の企業業績（利益）は以下の通りで、多くのアナリストが首を傾げるほど良い。

業種	(単位 10 億ドル)	変化率
Basic Materials	4.36	+52
Consumer: Cyclical	12.42	+29
Energy	9.32	+200
Financial	32.54	+17
Industrial	12.19	-2
Consumer: Noncyclical	6.49	-16
Technology	11.92	+48
Utilities	6.16	+10
Telecommunications	8.14	+46
Health Care	8.80	-10

ウォール・ストリート・ジャーナルの集計によると、1552 社の純利益（一時的な損益を除外した）は一年間に比べて 26% も増加した。こうした企業収益の急速な伸びは景気が低迷からリバウンドし始めた時に典型的に見られるパターン。例えば、今年第一・四半期のような大幅な収益の伸びは 93 年の第四・四半期に見られたが、この時期のアメリカは 90 年代初頭の景気低迷から抜け出しつつあった時期である。景気が 9 年も続いた後で企業収益がこれだけ伸びるのは、例がない。

米企業収益を支えているのは、経済そのものの強さである。第一・四半期の実質 GDP の伸び率は年率で 5.4% に達した。これを支えたのは米 GDP の三分の二を占める個人消費で、同期の個人消費は 8.3% も増加した。加えて、「生産性の伸び」が米企業の収益環境を著しく改善している。最近の特徴は「Old Economy」の部類に属すると考えられていた企業の多くが IT をうまく取り入れて、コスト引き下げ、販路の拡大に役立てていることで、

収益環境を改善していることである。

金利上昇の影響は既に住宅部門には出てきている。これは金利が直接響く部門であることが大きい。しかし、家計とか消費者の消費行動は「雇用」と「収入」に依存している面が強い。雇用が強く、収入もある今のような段階では消費はなかなか落ちない。その一つの良い例は、先週末発表された米3月の貿易収支である。赤字幅は300億ドルを大きく超えた。石油価格の上昇が大きいのが、輸出が大きく伸びた中での赤字拡大は、アメリカの消費者の消費意欲が落ちていないことを示している。

消費が落ちるもう一つのルートは家計の富の25%に達した株価が大きく落ちることである。これが「ハードランディング・シナリオ」とも呼べるものだ。逆に雇用や収入は徐々にしか変化しないと考えれば、アメリカ経済が急速に冷える唯一のルートは株価の大暴落だと言える。

FRBがこのルートを望んでいるとは思われない。恐らく株価が適度に調整する中で失業率がある程度上がり、収入も低下の見通しが出て消費が落ちるのを期待しているのだろう。しかし、過去の経済を見るとそう素直にスピード調整が出来ることは希である。この先、「ハードランディング」に近い事態が起こることをある程度予期しておいた方が良い状態が続くと思われる。

《 more pressure on other currencies 》

アメリカがこれだけ大幅な利上げをしてくれば当然 1) 欧州の利上げ 2) 他のアングロ・サクソン諸国の利上げ 3) 南米諸国の利上げと予想される。しかしどう見てもアメリカ経済の方が強いから、これら諸国との間では例えば「金利差拡大」(対欧州で)といった観測になり、ドルが強くなっている。

ドルが強くなれば心配になるのは、南米諸国の経済がもつかということだ。あとはユーロの行方である。週末にもECBのドイセンベルクらの「リップサービス」は続いているようだ。しかし、アメリカの金利が相当上がりそうな事態の中では、リップサービスでは弱い。ECBが持つ手段は利上げ、介入の二つだが、どちらもなかなか発動しがたい。大幅な利上げはEU各国経済に負担になる。介入もニューヨーク連銀の協調がない限り、成功はおぼつかない。ドイツ連銀は介入において極めて成功実績が高い中央銀行だったが、ECBの手腕は未知数である。

未知数な時にへたに出動して惨めな形で終わったら、今後のECBに対する信頼感は大きく低下する。先週末のニューヨーク市場で、ユーロは1ユーロ=88セント50まで下げた。引けはそれから大きく反発したものの、それはもっぱらニューヨークの株式市場の大幅下落を見てのもので、ユーロそのものを押し上げる材料が出たわけではない。

今もユーロ安の材料にはことかない。既に述べたように、米欧の金利差はアメリカ優位になりつつある。経済の活力はアメリカが勝っている。欧州の企業はアメリカ、アジアなどへの投資を積極的に進めている。そして、欧州の構造改革は依然として進んでおらず、

中央銀行に対する信頼感という点でも、かつてドイツ連銀がグリーンズパン FRB と並ぶ信頼感と畏敬の念を市場からもたれていたのに比べれば、ECB の持つ市場への影響力は小さい。むしろ、対ユーロ政策に対する市場の疑念は深まるばかりである。今週の ECB 理事会はこの点からも注目である。

今週のもう一つの焦点は、円高です。円はニューヨークで106円37銭まで円高・ドル安に進んだ。アメリカの金利が上昇し、日本の金利が低い水準に据え置かれたままの状態でのドルの対円相場の大幅下落は、このレポートでいつも指摘している通り、ドルの基調的な弱さと円の強さを示している。

金曜日の円高・ドル安の背景については、

- 1) 日本の経済政策の責任者が日本経済の回復軌道を強調した
- 2) 速水・日銀総裁の日本経済が回復した場合のゼロ金利解除発言を材料にした

と解説されている。しかし、この解説は後講釈の色彩が強い。円が強いのは、先週金曜日に出た統計ではっきり示されたように、基調的に外国為替市場が「ドル余剰・円不足」になっている為である。

アメリカの投資家が円資産を売ってそれが円安につながるという説もいまだもってある。たしかに4月に付いて言えば海外の投資資金は日本から引き揚げた。しかし基調的に円不足・ドル余剰の為替市場でドル高・円安になるには相当な資金の動きがなければならない。今の市場環境で円安・ドル高の進む状況はないと筆者は考える。

今週の予定は以下の通りです。

5月22日(月)	3月産業活動指数
5月24日(水)	4月大型小売店販売 マイクロソフトの是正措置に対する口頭弁論 (ワシントン連邦地裁)
5月25日(木)	米第一四半期 GDP 改定値 米第一四半期企業収益 米4月景気先行指数 米4月中古住宅販売 ECB 理事会
5月26日(金)	4月全国消費者物価指数 5月東京都区部消費者物価指数 3月期決算のピーク 米4月個人所得・支出

米4月耐久財受注

《 have a nice week 》

天気の悪い週末でした。日曜日は久しぶりに栃木県でゴルフをしたのですが、天気予報に反して午後には雨が降りました。さらに、雷まで鳴った。大事にはならなかったのですが、ひやっとしました。まあ、照らなくて良かったということと言えますが。

ところで宇多田ヒカルの新しい曲の名前を見て仰天しました。宇多田ヒカルは実は相場に詳しいのではないかと。曲名が

「Wait and See ~リスク」

というのです。週末にどんな曲か聞こうと思ったのですが、いろいろ忙しくて聞けなかった。「模様眺め……リスクがあるから」と言ったイメージ。今の日本のどこかの市場を読みとって、賢明な投資スタンスを示しているのではないかと思えてくる。まあ、中身を見てから判断ですが。

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、御自身で下されますようお願い申し上げます》