

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1689号 2003年06月23日(月)

《 FOMC 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

1. FOMC (今週火、水開催) で決まると見られる利下げの幅を巡って、市場がヒートアップしている。米国に二つの有力新聞が異なる展開を示し、二つの見方の対立に拍車をかけたため。ドル・円相場は埒外だったが、0.5%利下げ説が強まるとドルが売られ、0.25%利下げ説が盛り返すとドルが買われるという展開だった
2. 「据え置き」の可能性が全く忘れられた展開だが、実際のところ FOMC が金利据え置きを選ぶ可能性は小さい。しかし今のヒートアップした論争の中で忘れられているのは、据え置きでも、利下げ幅がどちらになろうとも、今後も米金融政策は引き続き「緩和基調」で推移せざるを得ない、ということである。インフレ再燃のリスクは小さく、米経済は当面低金利を必要としている
3. 加えて、今年第一・四半期の米経常収支赤字が今年第一・四半期に年率換算で5000億ドル以上と GDP 比5%を上回った事実を見るならば、ドルは短期的に上昇しても、持続的に上昇する状況は考えづらい。日本と欧州は引き続き自国通貨の上昇圧力に直面しよう
4. 先週一週間で特徴的だったのは、それまで株高と同時進行してきた債券高が世界各国で調整局面に入ったことである。知りうる限りではもっとも大きな調整に見舞われたのは日本だが、それは日本の国債が明らかに買われ過ぎの状態にあり、大口保有者もその価格レベルに不安をもっていたからである
5. しかし、世界的に債券相場が下落を続ける環境ではない。ドイツでは先週末発表の生産者物価が予想を覆す大幅な下落になった。アメリカでも同物価は下げを続けており、世界的に「インフレ懸念 債券相場安」を予想するのは時期尚早だ。今後「上げ過ぎの調整」の頻度は高まるだろうが、持続的な値崩れは予想できない。また調整を織り込みながらも、世界的な株高基調は続くと予想する

利下げ幅で「二派に分かれた米二大紙」とはワシントン・ポストとウォール・ストリート・ジャーナルである。前者がジョン・ベリーの署名記事として19日に「Rate Cut Looking

Like a Sure Thing」(利下げは確実)の中で「0.5%利下げの可能性の方が高い」と予想したら、翌20日には後者が「Fed's Next Interest-Rate Cut May Be Smaller Than Expected」と「0.25%下げ説」を打ち出した。「smaller than expected」という文章は明らかにその時点で「多数派」となっていた「0.5%利下げ説」への警告となったものだ。

「管理相場」になっている円は埒外だったので、ドル相場の動きを対ユーロで見ると、ワシントン・ポストの予想が出たときには「米欧金利差拡大予想」からドルが売られて、ユーロが買われた。確か1.17ドル台になった。その後に出たのが、ウォール・ストリート・ジャーナルの「smaller than expected」報道で、その段階でドルが大幅に反発した。それまでの欧米金利差拡大の見通しが修正される形になったため、ドルの高値は1ユーロ=1.15ドル台の半ばまで。週末のレートは1.16ドル近辺となっている。引き続きドルは、対ユーロでの安値更新のあとの調整局面にあると思われる。

恐らく、「利下げ幅を巡る市場のヒートアップのピークは先週後半だった」ということになるだろう。今週は25日には結論が出るし、下げ幅が0.5%になれば「当面はない」という見方になってドル高にワークする可能性もあるし、0.25%になれば「まだある」という形でドル安を誘導し、先週と逆の展開となる可能性もある。

《 will be close call 》

それは置くとして、実際の利下げ幅はどうなるのか。恐らくFOMCのメンバー達も迷っているのではないが。それほどclose callだと思う。なぜ二大紙が異なった見方を出しているのか。ウォール・ストリート・ジャーナルの記事に関して言うと、ワシントン・ポストの報道で金融市場が「0.5%の下げが当然」という見方に固まったのを、「そうではなく、まだ0.25%下げにとどまる可能性が強く残っていますよ」というFRBサイドからのメッセージだった(リークだった)可能性が高いと筆者は見ている。

ウォール・ストリート・ジャーナルの記事には、「a quarter-point cut remains firmly on the table」とある。つまり、「決まったわけではなく、まだ選択肢として残っている」という書き方だ。FRBとしては下げ幅が0.25%になったときの市場へのショックを避けようとした。それぞれの報道の意図には違いがあると私には思える。

論理はどうか。ワシントン・ポストは0.5%利下げの根拠としてグリーンSPANの21日の議会証言を挙げている。「We believe that because in the current environment the cost of taking out insurance against deflation is so low, that we can aggressively attack some of the underlying forces, which are essentially weak demand」という部分だ。つまり、「利下げにより経済活動が活発化し、それがインフレを誘発する」という緩和のコスト、それが無いのだから思い切って0.5%下げでいけると。ワシントンの記者の中で一番FRBに詳しいとされるジョン・ベリーの記事だけに、市場関係者は信憑性を感じた。

しかしこの見方に金融専門誌らしい専門知識で「コストはある」と指摘したのがウォール・ストリート・ジャーナルである。「短期金利を限界まで下げても、その後は長期債を買って長期金利を下げるにより緩和継続は可能」というのがこれまでのFRBの未来戦略だった。これは1940年代にFRBが行って成果があったとされる限界的金融緩和姿勢である。しかし数ヶ月検討を重ねた結果、今のより複雑で大規模な債券・金融市場では、金利を引き下げ過ぎるのにも、問題が生じうると言うことが分かったようだ。

「今現在1.25%の短期金利誘導目標をさらにゼロに接近させることで問題が生ずる」（ウォール・ストリート・ジャーナル）として、同紙は以下のような問題点を指摘している。

1. マネーマーケット・ミューチュアル・ファンド（money market mutual funds）の存在が危うくなる。なぜなら、金利が低くなりすぎると、ファンド運営の経費や投資家に返すリターンなどを賄えなくなる
2. 金利を低くしすぎると、FRBの金融政策手段が尽きたという印象を市場に与えてしまう
3. ゼロ近傍になると、TB、CP、CDなどが取引される短期金融市場が混乱してしまう。なぜなら、FRBが無金利の資金を供給しているときに、コストを払って資金を取る参加者はいなくなってしまうからだ

など。既に金利がゼロ近傍になった日本の金融市場が直面している問題もむろんある。だから、ウォール・ストリート・ジャーナルは、「インフレ再燃の危険性がないのだからコストもなく、次回FOMCの利下げは0.5%の可能性が高い」とするワシントン・ポストの見方に対して、専門紙らしく「そんなことはないでしょう」と別の面での「利下げが行き過ぎることのコスト」を指摘して見せた、と言える。これは、ゼロ金利の弊害を目のあたりにしている日本の我々にはよく理解できるところだ。

どちらが正しいのか。この週末考えたが、筆者も分からない。ウォール・ストリート・ジャーナルの記事はうがった見方をすれば、やっぱり0.5%の下げにするのだが、それ以前に市場の予想がそれに収斂していると意外性も失せ、FRBの並々ならぬ決意も市場に感じてもらえないので、0.25%利下げの可能性も残しておいたとも取れる。では、据え置きの可能性はないのか。多分ない。しかし、「全くないとは言いきれない」という印象もする。

一つはっきりしているのは、いずれの措置をFOMCが選ぶにしても、付随の声明の中で何故その措置を選んだかの説明は明確にする。今回の措置の後も、アメリカの金融情勢が成長回復、デフレ措置の大筋に向かって動くことを宣言する。よって基調は今後も“緩和”であることを明確にする。——というものになるのではないかと見ている。

FOMCは前回の声明で、「In contrast, over the same period, the probability of an

unwelcome substantial fall in inflation, though minor, exceeds that of a pickup in inflation from its already low level.」と述べた。「the probability of an unwelcome substantial fall in inflation」は米卸売物価を中心に続いている。たとえ0.5%の下げを行っても、米金融政策の基調は「緩和」ということになるだろう。

《 dollar under pressure 》

こうした環境を考えた上で米金融市場、世界の金融市場へのインプリケーションを探ると、

1. ずっと軟調推移が続いた対ユーロなどへの時折の反発局面を織り込みながらも、ドルが諸外国通貨に対して再び基調弱い推移になる可能性が強い
2. 米、欧、日本の三極で金融政策の緩和基調が続く見通しであることから、世界的に流動性が高い状況は続き、高値警戒感が出ている債券よりは、企業業績に多少は裏付けられた株式に資金が回りやすい状況が続くと見られる
3. 債券相場は世界的に時折大きな調整に見舞われよう。高値警戒感が拭えないからだ。しかし、利回りが投資家のニーズを満たすまでに上昇した折りには、再び素早い買いが入る状況が続こう

いずれにせよ、来週のFOMCで利下げがあれば、2001年1月以来13回目の利下げとなる。

今週の主な予定は以下の通りです。

- | | |
|----------|--|
| 6月23日(月) | 骨太の方針第3弾策定(先延ばしの可能性も) |
| 6月24日(火) | セイコーエプソン東証1部上場
米6月コンファレンスボード消費者信頼感指数
FOMC(~25日) |
| 6月25日(水) | 日銀金融政策決定会合
米5月新築住宅販売
米5月耐久財新規受注
米5月中古住宅販売
米・EU首脳会議 |
| 6月26日(木) | 5月商業販売統計
米1QGDP(確報)
米1Q企業収益(確報)
米1Q個人消費(確報)
ECB理事会 |

6月27日(金) 5月家計調査(勤労者世帯)
 6月消費者物価指数(東京都区部)
 5月消費者物価(全国)
 5月完全失業率
 5月鉱工業生産(速報)
 米5月個人所得・支出
 米6月ミシガン大学消費者信頼感指数(改定)

《 have a nice week 》

梅雨明けをしていないのに、えらく天気の良い週末でした。かつ、暑かった。外に出て時間を過ごした方も多かったのではないのでしょうか。沖縄など南の方は既に梅雨明けしたようで、しばらく暑い時期が続くそうです。今年の場合、夏の電力は大丈夫でしょうか。

ところで、日曜日夜にはお台場に行ったのですが、なんと珍しいことに橋を降りると目の前にある大観覧車が消灯されて止まっていました。いまだかつて見たことのない光景。もしかしたらこれも節電の一場面なのかと思っていたら、今朝の新聞を見て納得。「夏至の日に地球温暖化について考えて」という環境省のキャンペーンがあり、東京タワーなど全国2100カ所で消灯が実施されたそう。台場の大観覧車もそれに参加したのでしょうか。

何もかも潤沢にある日本。週末に荻窪のスーパーの中をまじまじと見ながら、「何と豊かな」と思ってしまいました。そうした中で電気が足りない……ということで、まあ「足りない」とはどういうことか、というのも思い出すのも良いことかな、と考えました。あんまり長引いては困りますが。

それでは、皆様には良い一週間をお過ごしください。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤(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》