

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1690号 2003年06月30日(月)

《 FOMC reduced target rate 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

1. 最近ではもっとも市場の結果予測がヒートアップした先週のFOMCは、0.25%の利下げ発表で終わった。アメリカ経済の生産性の上昇などによる成長力に慎重ながら楽観論を崩さなかった結果との見方もできるが、残り少なくなった下げ余地を考えざるを得なかった事情が透けて見える
2. 市場では、先週の後半にかけて「FRBは案外アメリカ経済の先行きに強気」との見方が強まってドルが上昇し、アメリカの債券も売られ、市場動向もこの見方を裏付けるような動き。しかし、ドルの上昇と米債の利回り上昇は、それまでに急だったドル安と利回り低下に対するコレクションの動きともとれる。筆者はドルの上昇、米債の利回り上昇の持続性は危ういとの見方である
3. 今週の市場の焦点は、為替で言えば対円で120円、対ユーロで1.14ドルのところ壁になっているドル相場が力強く上抜け出来るかどうかだろう。これに何回か失敗するなら、ドルの上値は比較的早く確認されることになる。また、世界的に売られた債券が下げ止まり、再び買われるのかも注目だ。世界経済の現状とインフレ環境を見れば、利回りが持続的に上昇を続けることはないと思う。上げ基調に入ったように見える株式相場の底意は世界的に強いだろう

先週のFOMC直後にメールを送った方には重複する面があるが、今回のFOMC声明のポイントは「緩和の時間軸」表明である。声明はアメリカ経済の生産性の上昇などによる成長力に慎重ながら楽観論を崩さなかったものの、米経済が持続的に成長する力を発揮できるかは今後の問題であり、またデフレに対する懸念が持続する中では「予見しうる将来において、FOMCの関心はデフレの回避にある」との表現をした。これは日銀も行っている金融緩和の時間軸効果を念頭に置いたものと言える。

先週のレポートで取り上げたとおり、今回の利下げを巡っては「幅」においてアメリカの新聞の見方も割れた。ジョン・ベリー記者の記事で0.5%を予測したワシントン・ポストに対して、「予想より小幅利下げ」を見たウォール・ストリート・ジャーナルの勝ちという結果だった。

声明全文は以下の通りです。

The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate by 25 basis points to 1 percent. In a related action, the Board of Governors approved a 25 basis point reduction in the discount rate to 2 percent.

The Committee continues to believe that an accommodative stance of monetary policy, coupled with still robust underlying growth in productivity, is providing important ongoing support to economic activity. Recent signs point to a firming in spending, markedly improved financial conditions, and labor and product markets that are stabilizing. The economy, nonetheless, has yet to exhibit sustainable growth. With inflationary expectations subdued, the Committee judged that a slightly more expansive monetary policy would add further support for an economy which it expects to improve over time.

The Committee perceives that the upside and downside risks to the attainment of sustainable growth for the next few quarters are roughly equal. In contrast, the probability, though minor, of an unwelcome substantial fall in inflation exceeds that of a pickup in inflation from its already low level. On balance, the Committee believes that the latter concern is likely to predominate for the foreseeable future.

Voting for the FOMC monetary policy action were Alan Greenspan, Chairman; Ben S. Bernanke; Susan S. Bies; J. Alfred Broaddus, Jr.; Roger W. Ferguson, Jr.; Edward M. Gramlich; Jack Guynn; Donald L. Kohn; Michael H. Moskow; Mark W. Olson; and Jamie B. Stewart, Jr.

Voting against the action was Robert T. Parry. President Parry preferred a 50 basis point reduction in the target for the federal funds rate.

In taking the discount rate action, the Federal Reserve Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Boston, New York, St. Louis, Kansas City, and San Francisco.

《 for the foreseeable future 》

「時間軸」を打ち出している「On balance, the Committee believes that the latter concern is likely to predominate for the foreseeable future」の部分の少し解説すると、「the latter concern」というのは「可能性としては小さいが、歓迎せざるインフレ率

の大幅な低下のリスクが、既に低い現在の水準からインフレ率がピックアップする可能性を上回る」こと全体を指す。インフレ再燃の危険性がない現状では、FRBの緩和姿勢維持は相当長期間になると見ることができる。

前回、5月6日のFOMC声明の枢要部分は以下の通りでしたが、今回の声明と重なる部分が結構ある。特に下のパラは時間軸を打ち出した文章の前はほぼ同じである。5月6日と景気認識はそれほど変わっていないことを示している。

Recent readings on production and employment, though mostly reflecting decisions made before the conclusion of hostilities, have proven disappointing. However, the ebbing of geopolitical tensions has rolled back oil prices, bolstered consumer confidence, and strengthened debt and equity markets. These developments, along with the accommodative stance of monetary policy and ongoing growth in productivity, should foster an improving economic climate over time.

Although the timing and extent of that improvement remain uncertain, the Committee perceives that over the next few quarters the upside and downside risks to the attainment of sustainable growth are roughly equal. 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. The Committee believes that, taken together, the balance of risks to achieving its goals is weighted toward weakness over the foreseeable future.

ではなぜ利下げを0.25%にとどめたのか。声明の全文を読むと、依然として生産性は力強く上昇している、消費者の支出の増加、金融情勢の目覚ましい改善、そして労働・製品市場の安定....など、アメリカ経済に対して楽観的になれるいくつかの状況を説明している部分がある。これだけ読むと、FRBは景気に対して比較的楽観的」とも読める。

もっとも、FOMC声明には利下げ幅を0.25%にした直接的な説明は載っていない。単語として指摘できるのは、「a slightly more expansive monetary policy would add further support for an economy」の部分だろうか。しかしこれだけではあまりにも抽象的だ。

これに関連して0.25%の下げを予測したウォール・ストリート・ジャーナルは、先週の週末の記事で「利下げが小幅になる」理由として以下の諸点を挙げていた。過ぎたる金融緩和の弊害を知っている我々日本人の間には、理解しやすい点だ。

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ことは、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

そうだったら下げ余地を残しておいた方が良く、と FOMC 全体としては考えたと考えられる。これに異論を唱えたのが、パリー・サンフランシスコ連銀総裁というわけだ。彼は 0 . 5 % 利下げを主張した。この異論を「グリーンスパンの指導力の低下」ととらえることも可能だろう。しかし、FOMC の中でも大幅緩和論者がまだいる、という市場に対するメッセージの側面もあるとしたら、これは FOMC の高等戦術かもしれない。

これに関連して、ウォール・ストリート・ジャーナルには、「The Fed's Next Act」という短い記事があって、以下のように述べていた。

THE FEDERAL RESERVE'S LATEST RATE CUT means the central bank is running low on ammunition for its primary means of stimulating the economy and staving off deflation. After 13 cuts since the start of 2001, the central bank's target for the federal-funds rate, charged between banks for overnight loans, is at a 45-year low of 1%.

Most Fed watchers agree that, if necessary, the central bank will put its benchmark for short-term interest rates only as low as 0.5% -- but not all the way to zero

つまり、金融市場の事情に詳しい人の見方として「どこまで下げられるか」という観点から言うと、弊害が出ない範囲では 0 . 5 % までとの見方。ということは今回の利下げによって 1 . 0 % になった誘導目標の環境下では、「残りは 0 . 5 % の下げ余地」しかない、ということだ。

今回 0 . 5 % 下げているなら、残りは 0 . 2 5 % 。利下げの刻みとしては、「残り一回」というレベルになってしまう。これは FRB としても避けたかったということでしょう。FOMC としては、今後の 0 . 2 5 % 刻みでの二回の「下げ余地」を残したと見るのが妥当だ。

いずれにせよ、2001 年以降、これは FRB にとって 13 回目の利下げである。水準的に言えば、1958 年以来の低水準。FRB が一番活発に利下げをしたのは 2001 年で、予定外の 3 回の臨時 FOMC を含めて、全部で 11 回利下げした。

今後の FOMC の政策はどうか。仮に 0 . 5 % が下限とすると、「まだ 0 . 5 % の利下げ余地がある」ということになる。グリーンスパンは加えて、利下げのみならず例えば長期金利を下げる措置など「デフレ対策の金融政策には各種ある」とあちこちで述べていた。そう

いう意味では、まだアメリカの金融政策の発動余地はあるということになる。

しかし日本の例を見ても、グリーンズパンが想定しているような各種の措置の実行可能性、有効性を改めて考えれば、それらの措置の発動はなかなか難しいと考えるのが自然である。先に紹介したウォール・ストリート・ジャーナルの短い記事の最後の文章は

The Fed has been studying additional options for boosting the economy, and Fed Chairman Alan Greenspan has offered reassurance that the central bank won't "run out of monetary ammunition." But the central bank doesn't have a slew of realistic alternatives. On the following panels see some of the other tricks the Fed may have up its sleeve.

というものだった。利下げに取って代わる「現実的な選択肢」をFRBが示しているわけではない。FOMCの金融政策の発動余地は着実に狭まっている。

《 risk remains 》

FOMCを受けた市場では、「FRBは案外アメリカ経済の先行きに強気」との見方も出て、ドルが上昇し、アメリカの債券も売られ、市場の形もこの見方を裏付けるようになっている。しかし、ドルの上昇と米債の利回り上昇は、それまでに急だったドル安と利回り低下に対するコレクションの動きともとれる。FOMCまでのドル安に債券高にしろ、長い時間をかけて進行したもので、その調整となれば相応の時間がかかる。その調整に理由を当てはめるために、「アメリカ経済の今後は楽観できる」との見方をしているようにも筆者には見える。

筆者はドルの上昇、米債の利回り上昇の持続性が危ういとの見方である。それは、米経済の実態やインフレ環境を見れば、ドルの上昇と債券売りの持続性には疑問を持たざるを得ないからだ。この見方は筆者だけのものではない。たとえば月曜日の日経朝刊に掲載されている「月曜経済観測 FRB 追加利下げ」で米テキサス大学教授のジェームズ・ガルブレイス氏はアメリカ経済が抱える三つの問題として、

「1990年代の過剰投資を受けたストック調整の長期化」

「所得以上に消費をしていた家計の調整」

「支出の大幅な削減を招きかねない連邦・地方政府の財政危機」

を挙げている。同氏は、対する前向きな要因として「ブッシュ政権の減税」「ドル安による輸出企業の価格競争力」「イラク後も続く軍事支出」を挙げている。しかし例えばドルの対ユーロ相場が今の1.14ドル近辺から1.2ドルに向かうとなれば、「ドル安による輸出企業の価格競争力」は低下することになる。また、「減税」と「軍事支出」は、アメリカが抱える双子の赤字の一方である財政赤字を悪化させる要因である。

それを考えれば、「ドルが対円とユーロで持続的にこれからは上がる」との意見にはにわかには与しがたい。しかしだからといって、ドル安の調整が既に済んだとも言い切れない。先週の市場を見ていた印象からすれば、今週の市場の焦点は、対円で120円、対ユーロで1.14ドルのところ壁になっているドル相場が力強く上抜け出来るかどうかだろう。これに何回か失敗するなら、ドルの上値は比較的早く確認されることになる。

今週の市場のもう一つのポイントは、先週は世界的に売られた債券が下げ止まり、再び買われるのかどうかだ。これを利回りの的に言えば、例えば日本で0.74%まで上がった利回りが、一段と上がるのか、それとも再び下げに転じるか、という視点だ。

筆者は、世界経済の現状とインフレ環境を見れば、利回りが持続的に上昇を続けることはないと思う。世界各国の物価情勢を見れば、反騰局面に入っている国はない。ドイツなどではデフレ懸念が強まっている。よく言われているように債券市場から株式市場への資金の流出と言うこともあるかもしれない。しかしこれは概念的な、デジャブ的な発想だろう。

このニュースで繰り返し取り上げているように、今の世界の緩和状況はコンピューターの2000年問題の時以上に金融緩和基調である。確かに「株が上がるときは債券は売り」という発想は残っているが、その発想の今日的な正当性は薄いと筆者は考える。しかし、市場はしばしば忘れきれない定理があって、それが消えるまでには時間がかかることもある。よって、しばし綱引きになるかもしれない。

日本でも上げ基調に入ったように見える株式相場の底意は世界的に強いだらう。これも世界的な金融緩和基調と関連している。ただし、今まで上げ足が速かった分だけ、当然調整もある。

今週の主な予定は以下の通り。

6月30日(月)	5月住宅着工 東証、大証、JASDAQ等が手口情報非公表実施 米6月シカゴ購買部協会景気指数 BIS総裁会議 緊急EU首脳会議
7月1日(火)	6月日銀短観 6月新車販売 たばこ税増税実施 米5月建設支出 米6月ISM景況指数(製造業)
7月2日(水)	5月マネタリーベース 米5月製造業受注指数

7月3日(木)	米6月ISM景況指数 米6月雇用統計
7月4日(金)	5月家計調査(全世帯分) 5月景気動向指数(速報) 米国株式市場休場(独立記念日)

《 have a nice week 》

明日から7月ですか。下半期の始まり。速いですね、時間の経過するのは。しかし、梅雨だけは足早に過ぎても文句はない。まだ続きそうですね。

週末は久しぶりの関西でした。断続的に梅雨の雨が降っていてあまり歩き回れなかったのですが、以前も見たことがある曾根崎の良い場所の取り壊し中のビルが相も変わらず無様な姿を曝しているなど、東京とは違ってちょっと街の雰囲気は重い。

しかし同じ大阪でも、中之島の北、リーガ・ロイヤル・ホテルに続く道などは建設ラッシュで、地域によって資本の集まり具合には違いがあるようです。大阪駅の近くも綺麗になった。何人かの人と話しましたが、東京と大阪を両方見ている人は「大阪は元気がない」という。まあそうなのでしょう。産業はアジアとの競争に疲れ、企業は本社を東京に移している。夜の街を歩くと若者が出歩いている姿は渋谷などと同じで、見た目にはそれはあまり分かりませんでした。

それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所首席研究員の伊藤(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》