

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1390号 1997年10月13日(月)

## 〈 a warning from Greenspan 〉

今週の一番大きなテーマは、1) グリーンスパン連邦準備制度理事会 (FRB) の自国経済に関する警告 (インフレ再燃の危険性に対する、先週水曜日の議会証言) 2) ドイツを中心とするヨーロッパ各国の小幅利上げ (同木曜日発表) 3) 米9月卸売物価の予想外の大幅上昇 (同金曜日発表) などを背景に、世界的な低インフレ・シナリオは見直すべきなのか、それとインフレ再燃への警戒姿勢はとりあえずは楽観論への戒めと見るべきかという点です。世界的な低インフレ・シナリオが変化したとなれば、日本でも盛んな「債券投資」への見直しができる可能性があるし、世界的な資本の流れは変化する。またこれは、為替相場に対する見方を変えます。

文章や資料は長くなりますから、結論を先に書くと

1. 実体経済面から見ると、世界的なディスインフレの図式に大きな変化があったわけではない
2. しかし、市場がインフレの先行きにあまりにも楽観的になり、それを前提とした資金の流れが顕著になるなかで、当局者は歴史的視点から、また体験的な判断もあって長い間低い水準の金利を続けることへの本能的警戒心を強めている
3. モノのインフレが見えない中で資産価格のインフレ傾向は顕著であり、特に経済が順調なアメリカでこの「資産価格」に関する当局者の懸念が強い
4. 実体経済は別として当局のスタンスがインフレ警戒になった以上、市場 (株、債券相場) は調整過程に入る可能性がある

と考えます。

まず〔1〕についていうならば、グリーンスパンの議会証言 (先週水曜日) を全文読んでも、「今既にアメリカのインフレ率が上昇している」との記述はどこにも見られない。事実今年の米卸売物価は1月から7ヶ月連続して低下したし、先週金曜日に発表されて市場を驚かした9月の卸売物価 (全体で0.5%、コアで0.4%の上昇 = 予想はともに0.2%上昇) についても、たばこ (訴訟合意に関連した値上げの影響) やガソリン、自動車の値上がりという特殊要因があつての上昇 (エコノミストがそれを読めなかったのは問題ですが)。従ってインフレ懸念はあるものの、依然としてモノのインフレはないと言える。問題なのは、資産価格 (株や債券や不動産) がインフレになっているかどうかです。

利上げ声明全文を最後の方に掲載しますが、ドイツ連銀も「現在の物価トレンドをことさら警戒的に言う理由はない」(there is no cause to dramatize the current price trend)と述べて、今回の0.3%の利上げが将来のインフレ圧力を押さえ込むための、小幅な調整であることを強調している。だから世界的にまだモノのインフレは、兆しも見えていないと言える。

### 《 instinct of central bankers 》

にもかかわらず、全体的には非常に順調なアメリカ経済についてグリーンズパン議長が予想外の舞台を選んで(下院銀行委員会では、財政問題への言及のみが予想されていて、市場も関心を払っていなかった)将来の危険性に言及し、またドイツ連銀が実際に動いた背景は、物価を預かる番人としての「今は警告したり、行動したりするのが賢明かもしれない」という中央銀行家としての instinct にあったのではないと思われる。こうした意識は日銀にもあるでしょうが、環境が環境で動けないだけです。

グリーンズパンを心配させているのは、市場の過ぎた楽観論(インフレやアメリカ経済に対する)です。楽観論そのものは悪いことではない。しかし、それが過ぎて市場や経済人が健全な慎重さを失っては困ると考えているし、市場には少し悩んでもらわねばならないと見ていると見ます。特に、資産価格の上昇には警戒感を持っていることは伺えるし、いくら「新しい時代」であっても経済が一挙に劇的に(revolutionary)変わるわけではなく漸進的な(evolutionary)変化である限りは従来「制約」(具体的には雇用環境等の)と思われた現象が出来てきそうな時には、それに警戒心を惹起しておく必要があったと思われれます。

ドイツ連銀は今回の利上げを説明した声明の最初に、

「The Bundesbank has been pursuing an expansionary monetary policy for a considerable time now. On balance, the central bank interest rates have been at historically low levels since the interest rate cuts in April and August 1996.」

という文章を置いている。心理分析するならば、やはり物価を預かる中央銀行としてあまり長くは超緩和姿勢を続けたくはないという気持ちが前に出ていると言える。むろん、1)1996年と今年の間にかけてマネー・バランスが急増し、加えての対ドルでのマルク安で国内の金融緩和環境が一段と進んだこと 2)マルク安や administered prices の上昇により、輸入、卸売、小売の各物価指数が上昇基調にあること—の二点の理由も別途挙げている。また、EURO 発足を控えて短期金利のレベルを他の高い国に揃えたかったという国際的な動機もあったように思えます。こうした国際要因があったからこそ、フランスやその他の国も同調したと見ます。しかし、ブundesはこうした理由を指摘した後で、

「単位労働コストの低下傾向が、輸入物価（の上昇）に対する相殺要因になっている」ので、こうした物価上昇傾向をことさら大げさに喧伝する必要はないと指摘。

「administered prices」というのは「7月からの医療費患者負担引き上げ、さらには自動車税引き上げ、さらには1月からの公共放送受信料引き上げなど、一回限りの政策的な公共料金引き上げ」などを指す。ドイツは前年同月比で物価統計を取るのもので、こういった一回限りの物価上昇要因が一年間は統計に反映される。この夏の物価上昇率加速のうち相当な部分は、こうした一回限りの物価引き上げが背景と見られている。

70年代、80年代においては、ある国の中央銀行が一度利上げをするとあとあまり間隔をおかずに次々に利上げをするというのがパターンでした。しかし、今年春の利上げのあともアメリカの中央銀行はあれだけ景気が良い中で矢継ぎ早の利上げはしてこなかった。今回の利上げ後にドイツ連銀の理事の一人は、「当面、ロンバード・レート、公定歩合を引き上げる必要はない」と述べている。市場はそれを読んでいるから、例えば外国為替市場では利上げの直後こそマルク相場が上昇しましたが、その後は「当面ドイツの利上げはなくなった」との判断からマルク相場が対ドル、対円で軟化している。これはドイツ連銀にとってあまり面白くない事実でしょう。

### 《 goodbye to benevolent forces 》

8日のグリーンズパン FED 議長の下院予算委員会での証言は、今までのアメリカ経済に関する「楽観論に満ちた」と市場から理解された彼自身の立場をより実体に近い方に戻し、今後同国経済が直面するであろう多くの問題点に焦点を置き、それに時間を割いて論じている。市場から見れば、「楽観的なグリーンズパン」の印象を払拭する、かなり「警戒的」「警告的」なものでした。

同議長は、この議会証言の頭の方で「benevolent」という単語（「善意に満ちた」、「好環境の」といった意味）を二度も使い、アメリカ経済の今までの予想外の好調はこうした「benevolent forces」によってもたらされてきた面もあるとしたあとで、「しかしこうした幸運な局面は終焉しつつあるのかも知れない」と論じている。このグリーンズパン証言や、米9月卸売物価の予想外の大幅上昇を受けて、先週前半に6.1%台に低下した米長期債利回りは、金曜日の引けには6.42%に上昇した。株も大幅に下落。

グリーンズパンの主な警告ポイントは

1. 財政の健全性を保つ必要性への認識の高まりにより、裁量的支出には上限が課され、義務的支出（entitlement outlays）への取り組みも始まった。しかし、それらはまだ端緒についたばかりである。さらに言えば、冷戦の終結による「平和の配当」（具体的には軍事費の削減が可能になってきたことなど）も財政事情の改善に役立ってきたが、そのメリット効果も終わりに近づきつつある。（予算委員会の証言なので、最初に財政を扱っている）
2. インフレ面で見ても、従来の好環境を崩しかねない不確定要素が増えている。まず

技術革新は製品の納期の縮小、在庫管理の容易化、生産性の向上などで成果を出してきているが、こうした変化は「革命的」(revolutionary)というよりは「漸進的」(evolutionary)なものであり、将来の供給のボトルネックをことごとく阻止できるような性格のものではない。その効果は、その時その時をとって見れば限定的である。

3. 技術や経営手法の変化が、需要の変化に対応した労働力供給量の変化に代替できる能力は限定的だ。つまり、技術の変化や経営手法だけでは、労働需要の高まりには対処し得ない。1994年から今年第三・四半期までに新たにアメリカ経済に新規雇用された200万人のうち、半分強は職を求める16才から64才の人口の拡大によるものであり、その三分の一強は新たにアメリカに移民してきた人だった。残りの半分は、「失業状態と報告されている人」(約70万人)と、「職を欲してはいるものの積極的に求職活動をしていない人々」(同30万人)から入ってきている。後者は政府統計では「失業者」には入らない。重要なのは、労働可能人口をこれ以上継続的に投入することはできないということである。
4. 今現在は、賃金が上昇し始めている兆しはない。しかし、現在働いてはいないものの、働こうと思えば直ぐに働ける人の数が急速に減少している現実から見れば、賃金上昇圧力が高まらないと考えるのは、無理がある。もし労働需要が供給を上回り続けられれば、問題はそうした事態が一体起こるかどうかではなく、労働コストの上昇ペースが急速になるのが「いつ」になるかという点である。

全体のトーンを見ても、今回のグリーンスパン証言はアメリカ経済が抱えるインフレ再燃の危険性を指摘し、市場や国民の間に強く芽生え始めた「ユーフォリア」に警告を与えるもの。警告を与えるわけだから、文章構成も使われている単語も読み進めば進むほど、先行きに不安になるようになっていく。この証言の骨子として使われたいくつかの事実・解説は、従来証言・講演でも出ていたもので今回はそうした問題点をプレーアップしたと言える。

この背景は、7月のグリーンスパン議長のハンフリー・ホーキンス法に基づく証言が、彼が思っている以上に「アメリカ経済に対して楽観的」と取られたことに対する彼自身の「路線戻し」の意味があったと思われる。つまり、「グリーンスパンは、思われている以上に楽観的ではない」と一度軌道を修正しておく必要があった。7月の議会証言は、全文を読めばマスコミが報道したほど楽観的ではなく、「100年に一度か二度かの変化」という部分も、全体の長い疑問形文章の中に入っていた。マスコミは、そこを抜き出して報道した。

もう一つの彼がこの証言を行ったインセンティブは、やはり資産市場に対する警告をしておきたかったということでしょう。株価に対する直接的な言及は数少ないものの、証言全体が「ユーフォリア」に対する警告になっている。市場の反応もそのようなもの

でした。彼はまだ株価はこれ以上上がって欲しくない、と考えていると思われます。債券が6%を割るような事態も、あまり歓迎していないかも知れない。

中央銀行の総裁の役割が、経済の先行きにバラ色の夢を売ることではないことは確かです。それは政治家の仕事。そういう意味では、今回のグリーンスパン証言は中央銀行の総裁らしい仕事をしている。問題点を上げれば「これだけある」と警告したと言える。ただし、将来の問題点に警告を発しはしたものの、彼がアメリカ経済の先行きに悲観的になっていると考えるのは間違いです。今でもグリーンスパン議長は「アメリカ経済は世界の経済の中で一番形がよい」と考えているに違いない。そういう意味では、彼の証言は前後の講演数回分を併せて読む必要があると考えます。

### 〈 for a considerable time 〉

ヨーロッパでの一連の利上げ、それにグリーンスパンの警告を受けて世界的に見れば90年代に入って一貫して続いてきた金利低下傾向が短い調整局面を迎える可能性もあります。ドイツ連銀が指摘しているとおり、世界的に見れば「for a considerable time」に緩和局面が続いている。世界中の中央銀行家のインフレ警戒感を経験的に高まっていると言える。

調整がどの程度続くかに関しては、当面の市場は今週発表される米9月の消費者物価などの実際の数字で、中央銀行が持ち始めた物価への警戒感の正当性を見ようとするでしょう。実際にインフレ率がピックアップし始めている兆しが出れば、それは債券相場の一段の調整につながる。逆なら、市場は短期的に動きますから、高まったインフレ懸念を払拭して再び警戒感を残しながらも、債券相場の高値を試す局面もあるでしょう。重要なのは、これから出てくる数字です。

日本への影響は、少なくとも債券を買い進んできたペースの鈍化を意味すると考えます。景気が悪くなればなるほど、政府が動く可能性は強まる。また、日本銀行もグリーンスパンやドイツ連銀が抱える懸念を共有していると考えるのが自然です。むしろ日本の場合、中央銀行が実際に動くのには時間がかかるでしょうが。

外国為替市場ではドイツの利上げが済み、一方アメリカの利上げの可能性やインフレ警戒懸念が強まったことから、ドルが対マルクで上昇しました。マルク金利の上げは小幅で矢継ぎ早のものではないことが明らかであることから見れば、当然の反応でしょう。今後の市場はアメリカの金利の動きに目を凝らすことになる。

ドル・円に関しては金利要因以外のファクターがあります。それは、日米の貿易関係。米自動車業界はサンフランシスコでの日米自動車貿易協定を巡る協議のあと、「第二回の日米年次見直しで、不均衡是正に関して日本から新たな提案がなかったのは遺憾である」との声明を発表している。またこの協議に関しては、ルービン財務長官も不満の意を表明した。また、今朝発表になった8月の日本の国際収支統計によると、貿易黒字は再び大幅

に増大（対前年同月比 + 68%）した。

今週の主な予定は、以下の通りです。

13日（月曜日）	8月の日本の国際収支（大蔵省）
	8月の日本の機械受注（企画庁）
15日（水曜日）	9月の米小売売上高
16日（木曜日）	9月の米消費者物価指数
17日（金曜日）	9月の日本のマネーサプライ（日銀）
	9月の東京地区百貨店売上高（日本百貨店協会）
	9月の米鉱工業生産・設備稼働率

### 《 have a nice week 》

3連休は天気が良かったですね。昨日の午後東京はちょっと雨が降りましたが、あとは凄く良い天気。外で過ごした人が多かったのではないのでしょうか。これだけ連休の天気が良かったのは、久しぶりだと思います。私も昨日はほぼ丸一日外にいて、体を動かしました。体が痛い。今週は面白いことにアメリカも三連休です。今日は、コロンバス・デーで休み。今週からフルの週が三週ほど続きますから、今日は体調慣らしということですか。

今日から私どもの銀行も衣替えでした。私は直ぐ気がついたのですが、近くに誰君とは言わないけれども「そうですか？」と全く気付いていないのもいる。聞くと、彼は奥さんが髪型を変えても気がつかないそうで、当然奥さんは機嫌が悪くなるという。当たり前ですよね。女性にとって髪型を変えるというのは、一大決心のはずなのに。まあ、未永くやってほしいものです。

サッカーは、「ひよっとすればひよっとする」という岡田新監督の言葉にわずかに希望が残りました。それでは皆さんには、良い一週間を。

（資料）

ドイツ連銀の利上げに関する声明全文。グリーンスパン議会証言は長いので、カスタマーに問い合わせ下さい。

Frankfurt am Main, October 9, 1997

At its meeting today, the Central Bank Council of the Deutsche Bundesbank decided to raise the fixed rate of interest for its securities repurchase agreements (repos) on October 15 and 22, 1997 from hitherto 3.00 % to 3.30 %.

The Central Bank Council gave the following

explanation for the move:

The Bundesbank has been pursuing an expansionary monetary policy for a considerable time now. On balance, the central bank interest rates have been at historically low levels since the interest rate cuts in April and August 1996. Money balances grew sharply in 1996 and at the beginning of 1997. Owing to the weakening of the external value of the Deutsche Mark so far this year, monetary conditions have eased further.

A concurrent shift has occurred in the monetary policy setting. The price climate changed during the summer months. Import prices, producer prices and consumer prices have all risen. This was due in large part to exchange rate movements against the US dollar and to increases in administered prices.

To date, falling unit labour costs have acted as a counterweight to "imported" and administered price stimuli. Hence there is no cause to dramatise the current price trend. The risks to price stability have increased, however. Timely countermeasures improve the prospects of steadying the growth process and prevent the build-up of an inflation potential in the run-up to European monetary union.

In keeping with its statutory mandate and within the framework of its monetary policy options, the Bundesbank must endeavour to ensure, above all, that the provision of liquidity to the economy offers no leeway for an acceleration in the upward thrust of prices. In order to safeguard this for the future, a further deceleration of monetary growth is called for - as the Central Bank Council pointed out already in July in its review of the monetary target. The slight tightening of monetary policy associated with the raising of the repo rate is intended to serve that

purpose.