

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1408号 1998年01月30日(金)

《 fading interest in Clinton scandal 》

クリントンのスキャンダルは、報道の仕方やその内容において醜悪さを増しながらも、依然としてワシントン政界での一番の関心事項になっているようです。先週末の時点と事態はあまり動いておらず、焦点は

1. クリントン自身が偽証したか（法律面、および国民に対する倫理の問題）
2. クリントン大統領は補佐官ともどもモニカ・ルインスキーさんに偽証を促したかどうか（法律問題）

という点です。国民世論の動向を見ると、この二つに「YES」が出たら、クリントン弾劾に一気に流れが行きそうです。しかしこの場合でも、クリントンが世論の動向を見て早期に退陣を決意すれば金融市場への影響は軽微でしょう。クリントンからゴアへの権限の移譲は、特に債券・株式・為替市場で嫌気される材料ではない。むしろ、ルービンなど閣僚の去就をワッチする必要があります。

問題は、「YES」が出てもさらにクリントンが議会の「弾劾」の動きや、世論と戦う姿勢を示した場合です。この場合には、アメリカの政治や経済政策に空白状態が生まれ、市場への影響が出てくるでしょう。権力の空白、政策の空白は市場にとってはリスクです。国際的にも、アジアの金融危機やイラク問題など、アメリカの出馬を待たねばならない問題は多い。

一方、スター特別検察官がルインスキーさんから、また他の証人、または物証から決定的な証拠（クリントンの偽証、偽証強要に関する）を得られなかった場合には、クリントン政権は事件以前の状態に急速に戻ると見ます。アメリカの世論を見ると、クリントンの「仕事ぶり」には疑問を感じていない人が多い。さらに言えば、アメリカ国民は心の中では「クリントンがしたと言われること（若い女性と性的関係を持つ）は決して誉められはしないが、だからといって大統領を首にするほどのことではない」と判断していることが伺える。ただし、「偽証」「偽証強要」は、アメリカ国民は許さないでしょう

ルインスキーの「クロ」証言だけでクリントンが「クロ」を認めるかどうかはよく分かりません。あの事件以来のクリントンの関連発言は、よく見ると使われている単語も極めて限定的で、後で揚げ足を取られない努力を最大限している。調査中を理由にしています

が、「多弁に益なし」という今までのクリントン政権の「スキャンダル対応マニュアル」に沿ったもので、その間はヒラリーに冷静に喋らせて、「一番怒ってしかるべき夫人がクリントンを信頼するなら……」と世論をなるべく味方に付けようとしている。

今回の事件は、ニュース・ウィークとワシントン・ポストの報道合戦の形で火の手が広がった。すさまじい勢いで広がったが故に、早期にその確証が出なかった場合には、国民の心象として、「あまりみっともよくない問題で騒ぎを大きくした」マスコミに反感が向く可能性強い。民主党の大統領のスキャンダルにも関わらず共和党が非常に事件の取り上げ方で慎重なのは、この点を良く知っているからだと思われる。

ポーラ・ジョーンズやジェニファー・フラワーズの問題があったにもかかわらず、モニカ・ルインスキーの問題が表面化する直前のアメリカ国民のクリントン支持率は6割に達していた。確証のないクリントン批判は、共和党にとって冒険なのです。共和党が「low key」の姿勢を取っている今、クリントンが「有罪」のレッテルを逃れれば、敗者はアメリカのマスコミと特別検察官になるでしょう。この場合は、広がった火の手の速さと同じくらいのスピードで、火の手が収まると見ます。

《 exceptionally healthy 》

繰り返しますが、筆者は今回の SEX SCANDAL がアメリカの金融市場にとって大きな材料になるのは、「クロ」にも関わらずクリントンが辞職を渋り、ワシントンに空白が生じたときのみと見ており、そうした事態が生ずる可能性は低いと見ます。そもそも、現在のアメリカの経済的繁栄はレーガン以来のアメリカの一貫した規制緩和、市場重視の政策が結実したものであって、市場経済への信頼が揺るがなければ大きな躓きはない、とみます。

確かにクリントンは1980年代の半ばからの歴代米大統領や市場の成功の果実を手中にしていますが、誰も今の好景気を「クリントン景気」とは呼ばないことでも明らかなおろ、多分に巡り合わせです。だから、「政権の空白」さえなければ経済にとって大きな問題とはならず、従って市場は「弾劾 辞職」となっても動揺は少ないし、ゴアが大統領になれば彼のハイテクに対する高い理解力と実行力に信頼感を寄せる可能性が高い。

「クリントン問題」への関心を実は市場が失いかけていることを示しているのは、ニューヨークの株式です。既に今週半ば実に強い展開を示している。「ファンダメンタルズへの目の戻り」を一層加速したのは、上院予算委員会でのグリーンズパン FRB 議長の証言です。この証言全文は比較的短いので最後に添付しておきましたが、

「First, it is clear that the U.S. economy has been exceptionally healthy」

で始まる彼の言葉は、アメリカ経済の先行きに対する中央銀行総裁の自信が伺える。株、

債券、それにドルはこれを好感した。市場が注目したのは、次の二点くらいでしょうか。

「Second, to date, we have as yet experienced only the peripheral winds of the Asian crisis. But before spring is over, the abrupt current-account adjustments that financial difficulties are forcing upon several of our Asian trading partners will be showing through here in reductions in demand for our exports and intensified competition from imports. All of this suggests that the growth of economic activity in this country will moderate from the recent brisk pace.」

景気拡大ペースの鈍化を歓迎

「Third, as I've noted previously, such a moderation would appear helpful at this juncture.(中略)..... The likelihood that we shall be seeing some lower prices on imported goods as a result of the difficulties in Asia may afford some breathing room from inflation pressures. But they will not permanently suppress the risks inherent in tightened labor markets. Conversely, a continuation of the Asian crisis should give us pause in assuming that our economy will remain robust indefinitely.」(下線は筆者)

国内インフレ圧力に対するバランス効果を強調

アジア危機の影響はこれから出てきて、アメリカの景気拡大は最近の brisk pace からより穏やかなものになるかもしれないが、「現時点ではこの拡大ペース鈍化は、アメリカ経済の長期成長には望ましい」という立場。市場が一番のリスクと考えている事(アジア問題)のむしろメリットを言っている。

これを聞けば市場が好感するのは当然で、株価はダウ工業株30種平均で火曜日、水曜日の両日とも各100ドル上げた後、木曜日はグリーンスパン証言を受けて57ドル55セント上げて7973ドル02セントとなった。ただし、ザラ場では1月初め以来久しぶりに8000ドルの大台を回復。債券も高く、利回りは5.85%と前日の5.94%から急低下した。グリーンスパン証言を見る限り、来週予定されているFOMCでの金利変更はないでしょう。

ドルに関しては、特にマルクに対して強い。これはドイツの通貨供給量の伸びが予想を下回ったことと、ドイツ連銀の高官(Ernst Welteke)が、

「 1.8300-1.8400 marks don't pose an inflation problem, given a decline in oil prices. 」

と述べたことを受けたもの。この発言を受けて、ニューヨークの引けは1ドル= 1 . 8 3 0 0 マルク近辺となった。円は上下しましたが、ニューヨークの引けは1 2 5 円後半。円については、日本の新たな景気刺激策に対する期待が強い。

《 woefully inadequate 》

アメリカ政府の様々な危機に対する日本政府の対応力に対するいらいらは、かなり高まっているようです。木曜日には、多分三塚蔵相の後任が決まるタイミングを捉えて日本への政策変更を促す目的があったのですが、最近では例のないような強い言葉で日本の景気刺激、規制緩和を要求している。バーシェフスキー通商代表が「米中貿易評議会」で述べたもので、米マスコミ（Nando Times）の報道（ニュース文）から引用すると

「 A senior U.S. trade official Thursday accused Japan of having exerted "woefully inadequate" efforts so far to resolve the Asian financial crisis. "Japan, as the world's second-largest economy, must play a more active role in helping to bring Asia out of its current economic crisis,"

Trade Representative Charlene Barshefsky told the U.S.-China Business Council.

"Its efforts to date have been woefully inadequate."

She stressed that Japan had to take further steps to increase domestic demand and liberalize its economy.

"Japan must stimulate domestic demand. It must deregulate its economy. It must open up to provide a market of first resort for the tremendous productive capacity of the region," she maintained.

Though expressed more bluntly, Barhsefsky's comments echoed a theme developed in several recent speeches by U.S. Treasury Secretary Robert Rubin. Rubin also has pressed Japan to boost domestic demand and to absorb more exports from Asian countries struggling to recover from currency and financial crises.

バーシェフスキーが日本に求めているのは

非常に強い
表現

- 1．国内需要の喚起
- 2．アジアへの市場開放
- 3．規制緩和

ルービン財務長官がこれまで言ってきたことと同じですが、使っている言葉はきつい。アジア支援を渋る議会へのポーズの可能性も、クリントン政権の「国内問題から海外への関心そらし」の努力の一環とも言えますが、足の遅い日本政府の対応にクリントン政権がいらいらを募らせている証拠と見ます。

〈 have a nice weekend 〉

今朝のニュースによれば、長野県の諏訪湖では7年ぶりに「御神渡り」(おみわたり)ができたそうです。氷の膨張圧力で氷が盛り上がり、湖を渡るように湖上に亀裂が入る現象を指します。寒さが続くなど一定の条件を満たさないと出来ない。今年は寒いと言うことでしょう。風邪がはやっている。

今週初めは私も風邪気味でしたが、今週の NHK の「ためしてガッテン」によれば、風邪防止にはいくつかのポイントがあるそうです。

〈風邪をひかないコツ〉

- 1．のどや鼻の粘膜の動きを活発にし、ウィルスの進入を許さない
- 2．そのためには、喉を冷やさない
- 3．えりまき、手袋をしていつもあたたかくする
- 4．寝不足をしない(体力を低下させる)

うち、「喉を冷やさない」については次のような配慮が必要だとか。

- 朝の寒い時期でのジョギングなど激しい運動を避ける(のどを冷やす)
- タバコは吸わない(のどを冷やし、乾燥させる)
- ストレスは避ける(のどが渴く)

いらいらしながらいつもタバコを吸い、コートを着ず、襟巻きもしないで外に飛び出し.... 夕方からは焼鳥屋で肉ばかりを食べ、タバコを吸い、帰るのは午前様で寝不足になる.....というのが最悪だということです。まあ皆さん気を付けましょう。個人のがってですから、健康に気を付けねばいけないという理屈もない(^_^)(^_^)なのですが。

それでは、良い週末を.....！！

(資料)

Testimony of Chairman Alan Greenspan
Before the Committee on the Budget, U.S. Senate
January 29, 1998

Mr. Chairman and members of the Committee, in just a few weeks, the Federal Reserve Board will submit its semiannual report on monetary policy to the Congress. That report, and my accompanying testimony, will give a detailed assessment of the outlook for the U.S. economy and the implications for monetary policy. This morning, I would like to direct most of my comments to the fiscal situation. But let me begin by offering a few observations about the current direction of the economy.

First, it is clear that the U.S. economy has been exceptionally healthy, with robust gains in output, employment, and income. At the same time, inflation has remained low--indeed, declining by most measures--over the past year.

Second, to date, we have as yet experienced only the peripheral winds of the Asian crisis. But before spring is over, the abrupt current-account adjustments that financial difficulties are forcing upon several of our Asian trading partners will be showing through here in reductions in demand for our exports and intensified competition from imports. All of this suggests that the growth of economic activity in this country will moderate from the recent brisk pace.

Third, as I've noted previously, such a moderation would appear helpful at this juncture. The growth of output has caused employment to rise much faster than the working-age population and there are limits to how far this can go. Pressures in the labor market likely contributed to the acceleration of wages in recent months. Since price inflation has been minimal and domestic profit margins firm, productivity appears to have accelerated sufficiently last year to damp increases in unit labor costs. How long that pattern can continue is still an unresolved issue. The likelihood that we shall be seeing some lower prices on imported goods as a result of the difficulties in Asia may afford some breathing room from

inflation pressures. But they will not permanently suppress the risks inherent in tightened labor markets. Conversely, a continuation of the Asian crisis should give us pause in assuming that our economy will remain robust indefinitely. As a consequence, we must be vigilant to the reemergence of destabilizing influences--both higher inflation, and shortfalls in demand and decreases in some prices that would press the disinflation process too far, too fast.

One very favorable aspect of our economic performance over the past few years has been the remarkable improvement in the federal budget picture. The deficit dropped to its lowest level in more than two decades in fiscal 1997, and yesterday the Congressional Budget Office released projections that show the budget remaining essentially in balance over the next few years, moving to annual surpluses equal to 1 percent of GDP by the middle of the next decade. The reduction in federal borrowing to date and in prospect is already paying off for the U.S. economy by helping hold down long-term interest rates and, in turn, providing support to private capital spending and other interest-sensitive outlays.

But much hard work remains to be done to ensure that the projected surpluses actually materialize and that we remain on track to address our longer-run fiscal and demographic challenges. The CBO projections provide a good starting point: They are based on sensible economic and technical assumptions and thus offer a reasonable indication of how the budget is likely to evolve over the next 10 years if economic conditions remain favorable and current budgetary policies remain in place. But, as CBO highlights in its latest report, such forecasts are subject to considerable error. Indeed, as recently as last winter, when fiscal 1997 was already well under way, both CBO and OMB were still overestimating that year's deficit by more than \$100 billion.

In the case of CBO, about two-thirds of the error was in receipts, including nearly \$50 billion more tax receipts than would have been expected based on the actual behavior of income as measured in the national income and product accounts. This overage helped lift the receipts share of GDP to an historical high. Such "tax surprises" are

nothing new--in fact, in the early 1990s, growth of receipts fell well short of expectations based on the trends in aggregate income and the tax laws then in place. And, even after the fact, our knowledge about the sources of such surprises has been limited. Thus, we cannot rule out the possibility that the forces behind last year's tax surge will prove transitory and dissipate more rapidly than CBO has assumed, implying lower receipts and renewed deficits for the years ahead. Indeed, all else equal, had the surprise fallen on the other side--downward instead of upward--we would be looking at non-trivial budget deficits at least through the beginning of the coming decade.

Moreover, the CBO projection assumes that discretionary spending will be held to the statutory caps, which allow almost no growth in nominal outlays through fiscal 2002. Given the declining support for further reductions in defense spending, keeping overall discretionary spending within the caps is likely to require sizable, but as yet unspecified, real declines in nondefense programs from current levels. Not surprisingly, many observers are skeptical that the caps will hold, and battles over appropriations in coming years may well expose deep divisions that could make the realization of the budget projections less likely. In addition, although last year's legislation cut medicare spending substantially, experience has highlighted the difficulty of controlling this program, raising the possibility that the savings will not be so great as anticipated--especially if resistance develops among beneficiaries or providers.

Uncertainties such as these argue for caution as you begin work on the 1999 budget. We have no guarantee that the projected surpluses will actually materialize. An even more important consideration, though, is the need to address the erosion of the budget after the next decade, a task that will become increasingly difficult the longer it is postponed. The favorable budget picture over the next decade, unless steps are taken, will almost inevitably turn to large and sustained deficits as the baby boom generation moves into retirement, putting massive strains on the social security and medicare programs.

Indeed, especially in light of these inexorable demographic trends, I have always emphasized that we should be aiming for budgetary surpluses and using the proceeds to retire outstanding federal debt. This would put further downward pressure on long-term interest rates, which would enhance private capital investment, labor productivity, and economic growth.

The outpouring of proposals for using the anticipated surplus does not bode well for the prospect of maintaining fiscal discipline. In recent years the President and the Congress have been quite successful, contrary to expectations, in placing, and especially holding, caps on discretionary spending. More recently, they have started to confront the budget implications of the surge in retirements that is only a decade away. We must not allow the recent good news on the budget to lull us into letting down our guard. Although many of the individual budget proposals may have merit, they must be considered in the context of a responsible budget strategy for the longer run.

Over the decades our budgetary processes have been biased toward deficit spending. Indeed, those processes are strewn with initiatives that had only a small projected budgetary cost, but produced a sizable drain on the Treasury's coffers over time. As you are well aware, programs can be easy to initiate or expand, but extraordinarily difficult to trim or shut down once a constituency develops that has a stake in maintaining the status quo.

In closing, I want to commend Chairman Domenici and the committee for your insistence on fiscal responsibility and for years of persistent effort. Your work has contributed importantly to shrinking the budget deficit and bringing surpluses within sight. These projections of surpluses, which are based on an extrapolation of steady economic growth and subdued inflation over the coming years, implicitly assume that monetary and fiscal policymakers will remain attentive to potential sources of instability. If this is the scenario that, in fact, unfolds and the budget moves into surplus within the next few years, the increase in national saving will pay off handsomely in preparing our economy and

our budget for the challenges of the twenty-first century.