

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1410号 1998年02月06日(金)

《 "symmetrical" stance 》

今週はアメリカ、ドイツ、イギリスの政策金利決定の会議が開かれ、それぞれ「据え置き」が決定されましたが、その市場、特に外国為替市場への意味合いはかなり違ったようで、ドルは大きく下げ、ドイツ・マルクは大きく上昇しました。ドイツと同じように、景況悪化から「景気刺激策」が前面に出てきた日本の円も上昇。

同じ「据え置き」でも、アメリカの据え置きは、その背景スタンスが「引き締め気味」から「中立」("symmetrical" stance)への変更の中での据え置きであるのに対して、ドイツの「金融政策据え置き」は同国の失業率が戦後最高の12.6%(480万人、11月は11.8%)に上昇する中で、「財政面での景気刺激策」への思惑が台頭してきているなかでのもの。日本も同じ状況です。こうした中で、日本では主に政治ベースで金利の引き上げが議論されている。金利ファクターからも、今週ドルが下落し、マルクと円が買われた背景は説明できる。

今週明らかになった12月16日の米 FOMC の議事録は金融政策のバイアスに関してまず以下のように書いている。

「At the conclusion of the Committee's discussion, all but one member endorsed a directive that called for maintaining conditions in reserve markets that were consistent with an unchanged federal funds rate of about 5-1/2 percent and that did not include a presumption about the likely direction of any adjustment to policy during the intermeeting period. Accordingly, in the context of the Committee's long-run objectives for price stability and sustainable economic growth, and giving careful consideration to economic, financial, and monetary developments, the Committee decided that a slightly higher or a slightly lower federal funds rate might be acceptable during the intermeeting period.」(下線は筆者)

この下線を引いた部分のスタンスを FED 用語で「"symmetrical" stance」と言うのですが、これはそれ以前の「引き締め気味の姿勢」(earlier bias in favor of raising interest rates.)からの大幅な転換。この転換の背景について議事録は、

- 1 . 経済活動の拡大は依然として堅調
- 2 . 労働賃金は引き続き上昇圧力を受けている
- 3 . 商品、サービスに対する国内需要は引き続き極めて強いし、今後も強いと見込まれる

などの点を指摘しながらも、一方で「インフレは引き続き驚くほど低い」「単位労働コストは目立って上昇していない」と述べている。議事録はさらに、アジアの金融危機の影響に関して比較的大きなスペースを割いて

「 However, the effects of the persisting turmoil in Asian financial markets were likely to moderate the pace of expansion, though the extent of this effect was difficult to judge. The ongoing turbulence since the last Committee meeting, which included further noticeable increases in the dollar against the currencies of affected countries, likely would have a somewhat greater damping effect on output and prices in the United States than previously had been anticipated.

Exports to many Asian countries, and possibly to other U.S. trading partners whose economies might be adversely affected by the spillover effects of developments in Asia, would be reduced, and declines in import prices would ease inflation pressures.

However, the ultimate extent of the adjustment in Asian economies remained unknown, and more substantial downward pressure on the economies of the United States and its trading partners could not be ruled out.

と論じている。アメリカ経済に予想より大きな影響を与える可能性を強く指摘している。物価上昇抑制圧力としての、またアメリカの輸出市場の喪失として影響である。今週開かれた FOMC の議事録が公表されるのは先になるが今回の FOMC でもアジアの金融危機がアメリカ経済に及ぼす影響が検討され、それが「据え置き決定」の根拠になったことは十分予想できる。ただし、同じ「据え置き」でもバイアスが in favor of lowering interest rates になったかどうかは不明です。多分まだそこまでは行っていない。

〈 falling commodities 〉

アジアのアメリカ経済への影響や商品市況に対する影響に関しては、今朝見たウォール・ストリート・ジャーナルの「 Will Falling Commodities Prices Lead to Widespread Damage? 」という記事に詳しく掲載されている。(記事の INET URL は <http://interactive.wsj.com/edition/current/articles/SB886629938504848500.htm>)

その要旨は次の通りです。

1. 銀など一部商品相場の反発にも関わらず、アジア危機が始まった昨年の夏以来価格変動の激しい商品相場の各種指数は驚くべきスピードで下落しており、農産物商品相場を中心に構成されている CRB 指数は 1 月に 3 年半ぶりの低水準を記録した
2. 工業用に使われる商品（金属関係など）の相場もそれ以前に約 2 年間下げ続けた後、さらに昨年の 9 月末から約 10% も低下している。これは相場下落の持続期間としては半世紀ぶりの長さである
3. 商品は経済活動全般にとってしばしば「炭坑におけるカナリアの役割」（危険を知らせる役割）を果たすが、各種商品分野における打撃は徐々に拡大しており、いくつかのセクターで顕著な景況悪化が見られる
4. 具体的には、昨年秋以来原油相場は 25% 下落した。また、昨年の 8 月以来アメリカにおけるレギュラーの unlead gasoline 価格は 14% も下落した。アジアなどでの需要減退によって、今年は 20 億ドル強相当もの穀物輸出が減少する見通しである。この結果、穀物相場も低迷している
5. 金相場は 1970 年代後半のカーター政権以来の低水準になっており、多くの鉱業会社が閉鎖ないしは合併を余儀なくされている。1997 年のピーク時点に比べてアルミ価格は 13% 低下した。銀相場がここに来て反発しているのは、あまりの安値に Buffett が買い出動したためである
6. こうした多くの商品相場の下落は、アメリカの基幹産業を苦しめ始めている。これらの産業を苦しめているのは、価格下落と競争激化である
7. 今のところ多くのエコノミストはこの商品相場全般の下げを、「インフレを抑制する」「賃金やサービス価格の上昇効果を相殺する」と歓迎している。また、商品部門は既にアメリカ経済ではかつてほど重要ではないと指摘しており、グリーンズパン FED 議長もこれを歓迎している。確かに FED は、金利の引き下げによって商品相場の下落がもたらす影響を敏速に相殺することが可能である
8. しかし、グリーンズパン議長はまた「商品相場が too far too fast に下がることの危険性」を指摘しているし、エコノミストの中にも商品相場の下落が需要を大幅に減退させ、これが企業収益に打撃を与え、アメリカの株価に打撃になることを懸念している。Deutsche Morgan Grenfell の Yardeni は「工業用商品価格の急激な下落は、世界経済の成長力が著しく低下していることを示している」と指摘している
9. 過去に例を見ない商品相場の足並みをそろえての下落には、多くのファクターがある。しかし、一番大きい要因はアジア経済の変調だ。未だに世界経済における主要商品消費国はアメリカやその他の先進諸国だが、今後数年間の商品消費の伸びはアジアで見込まれていた。アジア・ブームの継続予想が、商品増産の理由だった。そのアジアの挫折は大きい。

というわけです。むろん、アジアの危機が早期に収束すれば商品相場が反発に転じ、危

機が持つこうした「デフレ効果」は急速に薄まる可能性はあります。アジアの危機は、深刻化が急速だった分だけ、回復が早い可能性もある。しかしこれは今後の問題で、筆者はアジアの危機は一端収束はしたものの、単に循環的なものではなくこれまでのアジア的な経済成長路線への見直しの必要性があり、またアジア的な「制度的補完性」を変える必要性もあることから、メキシコ危機の時より時間がかかるものと見ます。

ヤルディニが「極論を売りにするエコノミスト」であることを念頭に置いて、商品相場の動向を指し示す世界経済の動向は注意を要するということでしょう。この辺の事情をどう考えるかは、金利のみならず、アメリカの株価やドル相場の先行きを考える上で極めて重要です。今のところ、債券相場やアメリカの金融政策は物価圧力の低下を関知しつつあるように見える一方で、株価にその兆しは見られない。物価下落が一般的なものになれば、株価には打撃になります。また、金利がドイツ、日本では既に限界的に下がっているという観点に立ち、アメリカの金利が下げの可能性があるとすれば、ドル相場には下方圧力となります。ただし今の経済の比較優位から言えば、ドルが大幅に下げる可能性は薄い。

日本の金利政策に関して言うならば、「利上げ論」はこうした世界的な経済の大きな流れの中で見ると、いかにもずれているという印象です。

《 have a nice weekend !! 》

今週は昨年と全く同じ日（2月3日）に仙台に伺いました。去年は凄い雪で、市内を移動するのも大変でしたが、今年は1月に降った雪が若干残っている程度。仙台は太平洋岸ですから、本来雪は多くないはずですが、70人ほどの方々に集まっていたきました。有り難うございました。

ホテルでCNNを見ていたら、「雪不足」が心配された長野オリンピックに関してレポーターが報告していて、

「長野は緯度がラスベガスと同じ」

「北半球ではもっとも南で開かれる冬季オリンピック」

で、「雪不足が懸念されたのは当然」てなことを言っていました。なるほど、長野とラスベガスが緯度で同じとは知りませんでした。まあ、樺太とニューヨーク、ロンドンが大体同じ緯度というのは知っていましたから、それから類推すれば出来たはずですが。雪もそろい、準備もそろい明日から冬季オリンピックですね。同一の国が二回冬季オリンピックを開くのは、アメリカや北欧の一部に限られていましたから、まあその点でも興味がある。

日本選手もいろいろな種目で注目されている。今回見たかったのは、アイスホッケーですね。アメリカのプロ選手も来る。アイスホッケーを見たのはニューヨークで数回あるだけですが、恐らくスポーツの中で一番スピードがあり、しかもボクシングの要素もあって、楽しめる種目ではないでしょうか。テレビでしか見れないのが残念で

す (チケットは買えませんでしたので)

それでは、皆さんには良い週末を