

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1418号 1998年03月06日(金)

## 《 rising U.S. interest rates ? 》

今週目に付いたのは、1) 米債の利回りが昨年12月半ば以来6.0%の大台に乗ったこと 2) 米金利上昇の中でも週前半ニューヨークの株価が上値追いを続け、高値を更新したこと である。ニューヨークの株式相場は週後半にかけては利食い売りに反落しているものの、基調的な強さは変わっていない。為替市場は引き続き神経質な動きながら、ドル強含みの中での120円台後半の動き。

米債の利回り上昇は、1) アジアの経済危機が米経済に及ぼすデフレ効果に関する市場の見方が、「当面の影響は懸念したほどではない」との方向に傾き、「アジア危機のインフレ抑制効果」観測が後退したこと 2) 新規住宅販売戸数の大幅増加や、景気に対する消費者の信頼感の大幅な上昇、それに好調な消費の持続などで、成長のペースに対する懸念(too fast) が再び台頭した などが背景。

30年債の利回りが6%を割った段階で、5.5%の公定歩合をスタートとするアメリカ金利のイールド・カーブは、かなりフラットになっていました。それが再び立ち始めた訳です。しかし考えてみれば、公定歩合が5.5%から引き下げられる見通しでも高まらない限り、30年債の5%台をさらに5.7%、5.6%と買い進むことが難しいことを考えれば、アジアの危機に対する懸念が後退し、アメリカ経済の基調が強いことが確認できた段階でいったんは米債のポジションを軽くするのは当然でしょう。従って、今回の米債の利回り上昇は十分理解できる。

しかし、このまま米債の利回りが上昇を続けるとは見ていません。確かに景気は強いのですが、アメリカのインフレ率が上昇する気配はまったくない。景気が強いのにインフレ率が上昇しない中でアメリカの長期金利は下がってきた。この環境が崩れるとは見ていません。また、供給サイドを見ても、むしろアメリカでは今後財政収支が「黒字」になるなかで債券の発行額も徐々に減少して行くでしょう。6%台の米債には、中東勢などから根強い買いも入っている。

アジアに対する懸念は市場では減退していますが、米当局者のスタンスは「まだ様子を見なければ分からない」というものです。今週議会証言や講演に立った FED やクリントン政権の高官は依然としてアジア情勢の先行きには警戒感を示している。インドネシアの政情不安などもあり、この慎重な姿勢が妥当なもののように見える。例えば、木曜日のアジア各地の市場では一部の国を除いて株価が大きく下落し、ルピアなどの通貨も急落して

いる。依然としてアジアの情勢は不安定だと言うことです。アジアの危機が米企業業績に影響を本格的に与えるのはこれからだと思われる。

今週のニューヨーク株価は週前半は高値更新、後半は反落と言う展開。木曜日の比較的大幅な下げは chip maker のインテルが売り上げと収益がともに予想を下回る見通しを発表（関連記事は6日付け日経産業新聞の最終面に）したことをきっかけとするものだが、もっと大きな背景は高値警戒感だと思われる。今週はグリーンSPAN議長が繰り返し銀行融資における低スプレッド化や資産価格に依存した甘い融資基準に警告を発したが、これは高値更新を続ける株式市場への警告とも言えるもの。議会からの批判もあって、株価に直接言及することはできない。そこで、回り道をして株価に警告を発しているものとも考えられる。

### 《 Japanese version of Fed “minutes” 》

日本銀行は連邦準備制度理事会（FED）並みに「金融政策決定会合議事要旨」（FEDで言うところの minutes）を初めて公開した。読んでまず言えるのは、体裁的にはFEDのFOMC議事録と非常に良く似ている、という点。日銀の担当者も、minutesを参考にしたと言っているので、似たものになったと思われる。出席者の紹介から入り、環境分析、方針、投票結果となっている。FEDのminutesにはない、章、節立てが行われている分だけ、読みやすくなっている。

今まで全く見ることもできなかった金融政策決定のプロセスが公開されたという意味では大きな前進であり、またこうした政策決定過程の明確化の努力が当局と市場との対話（相互の考え方、置かれた環境の推理などを含めて）を活発にするとと思われる。当局と市場がただにらみあったり、疑心暗鬼気味に出方を見るだけでなく、対話することが極めて重要になっているマーケット・エコノミーの下では当局サイドの考え方のプロセスが公表され、それが市場のレスポンスを得て相互間にフィードバック効果が生ずることが極めて重要である。

今回発表された文書はあくまで「金融政策決定会合議事要旨」と「要旨」であって、個々の出席者がどのような発言を行い、そのうえでどのような議論が展開されたかは推測の域を出ない。その点は物足りない。一番指摘できるのは、行政（政府）の政策に関する評価や提言がないこと。経済政策は大きく言って金融政策と財政政策の組み合わせであり、現在の環境下で金融政策が全体的に手詰まりの中では、金融政策担当者として財政政策に多くの注文があるはずなのに、そうした観点はあまり見えない。政府代表から政策に関して説明を聞いただけである。金融政策を担うサイドとして、財政政策も評価の俎上に載せる必要があるように思える。

あと、「最近の情勢は、在庫循環、設備循環などの通常の循環メカニズムだけでは十分説明し難いとの見方が多く示された」とのことであるが、ではこの「循環メカニズム」を

越えたという要因が日本経済の環境変化をもたらしているかに関しては全く触れていない。筆者は市場経済の規模拡大と、デジタル・ネットワーク革命が経済の基本的環境を変えていることが日本経済変容の大きな原因と考えるが、是非「循環メカニズムを越える要因」について突っ込んだ討議をして頂きたいものである。

さらに、「雇用」の現状や先行きに対する言及や、「雇用環境の悪化」が景気に与える影響への記述が少なく、その点に関する論議が少なかったのではないかと想像される点に不満が残る。深刻化しつつある消費不振は、消費税とかそういうものの影響ではなく、明らかに雇用そのもの、または雇用環境の悪化（手取り所得の減少や先行き不安など）に起因している。

1月の中旬という時期的なものを考慮しても、景気判断が全体的に甘くなっているのも問題である。政府の景気見通しが楽観的になりがちなのは世界的な傾向だが、中央銀行としては政府の見方に左右されることなく数値化できないところも含めて、景気の現状を分析する必要があると思われる。

今後の問題としては、今回は方針への反対者なしでその機会はなかったが、FEDの議事録では反対者が出た場合には、その反対意見も掲載している。日銀の政策決定会合でも反対意見が出て、それが議事要旨に掲載されるような形での活発な政策論議を期待したい。

今回発表されたのはあくまで「議事要旨」で、議事録そのものではない。従って、だれかが会議の様子をまとめているはずで、そのまとめ方で随分と印象が違ったものになっているかもしれない。もっと突っ込んだ議論があったかもしれない。しかし「要旨」ということで蒸留してあると、議論の熱が感じられない。その意味では、議事録そのものの発表も期待したいものである。

今週は改正日銀法の施行を前に、新たに任命される4人の審議委員の顔ぶれも固まった。その顔ぶれは新聞記事の通りだが、新聞が「インフレ・ホーク」とか70年代、80年代のインフレ時代の呼び方をそのまま踏襲しているのはやや的外れな印象を受ける。90年代は世界のどこを見ても、経済全体を脅かすようなインフレ（局地戦は除いて）は見られない時代であり、80年代までのインフレ時代の「区分け」はあまり意味がない。

中央銀行の独立性を重んじ、インフレの時代には抑制策を強めに施行すべきだという意味の「タカ派」が、デフレの時代に「拡大的な金融政策の実施時期や幅を遅らす」ように主張するかどうかは不明である。またインフレ時代の「ハト」派が、ディスインフレーションやデフレの時代にどういう行動をとるかに関して「公式」があるわけではない。「タカ」「ハト」という呼び方がしばしば理論的根拠よりは何か事に当たるときのその人のスタンスだと考えれば、経済環境が大きく変わっているのに、今までの通りの呼び方にかぶせるのは決して建設的ではない。

むしろ、新委員には「金融政策の委員」という以上に、日本経済全体を見る番人としての役割を期待したい。日本の経済政策は、全体的に見ても「縦割り」になっていて、お互

いがお互いの領分に入らない努力をしているように見える。その結果は、経済に対する包括的な認識の欠如と、それに伴う総合的な政策の欠落となる。むしろ、財政政策に意見するような形での議論が金融政策決定会合の場でも出てくることを期待したい。

ところで横道にそれる話題ですが、今回の日銀の「金融政策決定会合議事要旨」の文章の中には、極めて珍しいケアレスミスがあった。インターネットに最初に載った分やプレスに配布された文書には、「 . 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要」の終わりから2パラ目の「すなわち」で始まる丸カッコ内に「家計等の資金調達者 . . . .」とあるが、これは明らかに「資金運用者」だ。ただし、木曜日にインターネット上の日銀のサイトで確認したら、「訂正版」というのが載っていて、この部分は「資金調達者」に直っていた。私もよくワープロの変換ミスなどをするので逆に親しみを感じたが、公式文書にしては珍しいミス。多分、日銀の担当者は真っ青になっているでしょう。文体や使われている単語は、「日銀特殊用語」がかなり減って、読みやすくなった。

### 《 Greenspan praised just-inaugurated president of Korea 》

一方、アメリカではグリーンズパン FED 議長が先週に引き続き議会証言や民間団体での講演を行い

- 1 . 東アジアの動揺が日本、中南米それに東・中部欧州経済に大きな打撃となり、それがアメリカを含むその他の地域に波及する可能性は、小さいものの無視できない (small but not negligible)
- 2 . 米国経済の過去に例を見ないような順調な成長の中で、アメリカの銀行業界の中に「一種の慢心」(a sense of tranquility)と、それに伴う融資基準の緩和が見られる。こうした時期には融資姿勢から慎重さが消え、「少ないリターンの為にリスクをおかすすぎる」(a little too much risk for too little return) 傾向に陥りやすい
- 3 . 極めて高度に発展し、かつ急速に変化するグローバルな金融市場では、今回アジアの金融危機が示したような「悪しきスパイラル」がこれまでより頻繁に起きやすくなる
- 4 . アメリカ経済の生産性は向上している。この結果、アメリカ政府の財政黒字は現在想定されているより大きくなる可能性が強い。しかし、現在は紙上にしか存在しない黒字を(議会は)今から使うことを考えるべきではない

などと発言した。ハンフリー・ホーキンス法証言の時やそれ以前に言っていたことと基本的に同じ。全体的にはアジアの危機の影響について懸念は緩めてはいない。同じ事をあまり繰り返さない人ですが、アメリカの銀行業界の「一種の慢心」については、過去1週間で二度目の指摘。議長個人として、また FED としてかなり懸念していると言える。株式市場に直接言及出来ない分、こちらのルートから警告を発しているとも思える。

アジアに関する3月3日の議会証言（米政府の対 IMF 出資に関するもので、インターネットでは、<http://www.bog.frb.fed.us/boarddocs/testimony/199803032.htm>）で同議長は、

「The just-inaugurated president of Korea, from what I can judge, is unquestionably aware of the faults of the Korean system that contributed to his country's crisis; he appears to be very strenuously endeavoring to move his economy and society in the direction of freer markets and a more flexible economy. In these efforts, he and other leaders in the region with similar views, have the support of many younger people, a large proportion educated in the West, that see the advantages of market capitalism and who will soon assume the mantle of leadership.」

「就任したばかりの韓国の金大中大統領は、私が判断する限り間違いなく自国のシステムの欠陥を把握している。彼は真剣に韓国の経済と社会を、より自由な市場とより柔軟性に富む経済の方向に動かそうと真剣な努力を払っている」と高い評価を下している。グリーンSPAN議長の日本に対する見方と比較すれば、金大中大統領に対する見方はかなり好意的。その分、日本の現在の政策に関して、グリーンSPAN議長は批判的だということでしょう。

### 《 have a nice weekend 》

いよいよ花粉の季節。またドカ雪が降りましたが、今日も晴れて花粉が飛びそう。症状のある人にはつらい。基本的には、ストレスをためない、良く睡眠をとって体力を低下させないなどなどの対処方法しかないような気がします。私も少々症状が現れていますが。

2月の下旬にインターネットの自分のサイトに、「目が痒くなった」と書いたら、かねてメール友達の山口さんから「即効性のあるジュースがある」とメールを頂戴。私もまだ試してないのですが、紹介しておきましょう。わらにもすがりたい人には効くかも知れない。ネットでは既に紹介しました。

（以下メール）

用意する物

水	:	1リットル
シソの葉	:	100枚
砂糖	:	1カップ(180cc)
酢	:	1カップ(180cc)

作り方

- 1.水1リットルにシソの葉100枚を入れ、沸騰するまで煮る。沸騰したらさらに15分間煮る
- 2.火を止めて、砂糖を1カップ入れる
- 3.シソの葉を絞って取り出す
- 4.冷めたらお酢を1カップ入れて出来上がり

冷やしてそのまま朝夕に30ccくらいずつ飲みます。極めてシンプルな物ですが凄く効きます。私自身は花粉症ではありませんが、親戚や友人数十人に(こうしてみると花粉症の人って多いですね)目に見える効果が出ています。シソ栽培は農薬を多く使うので、無農薬の物が入手できればよりGOOD。無ければ良く洗いましょう。

(了)

とのこと。まあ、気になる人は試して下さい。それから、私のインターネットのサイトですが、今までの「<http://www2.gol.com/users/ycaster/>」に加えて、今回新たに自分のドメインを取得しましたので、「<http://www.ycaster.com/>」も同様のコンテンツを見れるサイトとなりました。しばらくは平行して走らせます。フロントを変えて遊んだりしますが、中味は同じです。

それでは皆様には良い週末を。