

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1480号 1999年02月08日(月)

《 a hands-off policy 》

ニューヨーク連銀が先週金曜日に議会に提出した昨年最終四半期(10~12月)の四半期為替レポートによると、10月初めに発生した円に対するドル相場の急落に対して米通貨当局は介入をいっさい控え、同通貨を市場実勢にまかせていたことが明らかになった。この期間中にドルは対円で二日で合計20円も下落した局面もあり、また期中全体では17.4%という大幅な下げを記録したにもかかわらずである。

米通貨当局が最後に市場介入したのは今年の6月。日本の通貨当局と協調してドルが対円で大幅に上昇していた時期のもの。つまりドル売り介入。これに対して、昨年10月のドル急落時には、ドル買い支えをしていなかった。昨年10月初めのドル急落局面では、ドルの下げ幅は一日あたり10円近くに達し、介入していてもおかしくなかったと思われるだけに、意外感のある発表である。

米通貨当局の従来からの介入姿勢は、「相場の動きが無秩序になり、市場が two-way でなくなったとき」というもので、昨年10月の対円でドル急落はそれに該当するように見える。なにせ一日の相場の動きは、変動相場制が始まって以来という大幅なものだったし、2日間に渡ってドル・円相場について言うならばかなりの期間「bid」(この場合はドルの買値)が消えていて、市場はとて two-way と言えるような状況ではなかった。

ドル・円相場が大混乱した昨年最終四半期にも米通貨当局の為替市場介入がなかったことは、アメリカの現行の通貨政策を理解する一助となる。本音は言葉よりも、行動で現れる。それは、ニューヨークの金融市場の混乱を招来しないためにもドル相場の全体的な安定には配慮しながらも、アメリカに対して大幅な黒字を出している日本の円については市場の圧力で円高になる際には、「hands-off policy」(不介入政策)を基本的スタンスとするというものである。

ルービン米財務長官の最近の行動も、このアメリカのスタンスを説明しているように思える。同長官は昨年よく口にした「強いドルは米国の国益」との言葉をほとんど使わなくなった。今のアメリカにとっては、景気を支える極めて強い内需が落ちてきたときに、アメリカの経済を下支えするものとして「外需」=輸出を頼みたい。そのためには、ドルがアメリカの輸出の障害になるような水準にあっては困るのである。

アメリカが「hands-off policy」を取るもう一つの背景と思われるものは、「ドル相場」

というものの日米での考え方の違いである。日本では、「ドル相場」というと「ドルの対円相場」を無意識に思い浮かべるが、米通貨当局は「ドル相場の水準」を円を含む多くの通貨のバスケットで見ている。アメリカには、日本以外にも有力な貿易相手国としてカナダ、メキシコ、欧州などがある。

ある一つの通貨に対してドルが大きく動いても、こうした多くの貿易相手国通貨のバスケットに対して動いていないと、それはドル相場全体の動きではなく、当該通貨の動きと見なすわけだ。昨年10月の円相場急騰は、アメリカにおける有力ヘッジファンド、LTCMの破綻などで carry trade（円の短期借り・他通貨運用）の巻き戻しが起きたことに伴う「円高」（ドル安ではなく）であったと判断したと考えられる。しかし「2日で20円」という昨年10月の大きな円高局面は、その相場変動が極端だったが故にアメリカの介入を誘ってもおかしくなかったはずである。

ルービン財務長官の発言ばかりでなく、昨年第四・四半期の米通貨当局の不作为（介入しなかったという）を見ると、円高時におけるアメリカの介入は今後ともニューヨークの金融市場の混乱を誘発するようなごく例外的な状況に限られると見た方がよさそうである。この通貨当局の姿勢は、輸入の急増に反発を強めているアメリカの産業界の意向にも添ったものである。

《 unexpected job increase 》

アメリカ経済そのものは、依然として強い動きを示している。先週金曜日に発表された1月の米雇用統計は、非農業部門就業者数が24万5000人と予想の倍以上の増加となった。昨年12月の同就業者数が当初発表の37万8000人の増加から29万8000人の増加に大幅に下方修正されたものの、全体的な印象としてはアメリカ経済の雇用吸収力は極めて強い。失業率は4.3%と28年ぶりの低い水準のままである。

雇用がしっかりしている間は先週月曜日のこのレポートで書いたとおり、消費者は消費に対して、株式投資に対しても強気の姿勢を維持しそうである。先の議会証言でグリーンズパン議長も述べていたが、株価が大きく値上がりしている時には、企業の年金関連支出が減少し、経済統計上は企業から勤労者への給与支払いは減少する。消費者の消費レベルが横這いでも、貯蓄率は統計上は低下するのである。

昨年後半からアメリカの貯蓄率がゼロに落ち込んだことが話題になっているが、これは株価急騰の影響が入ったもの。アメリカの消費者は引き続き安定した雇用と、資産の上昇の中で強気を維持しており、我々が「貯蓄率ゼロ」という言葉で連想するようなただちの消費減退はなさそうである。

ただし、こうした強気は何かのきっかけで大きく崩れることがある。政策当局者やエコノミスト、ファンド・マネージャー達の警戒感が徐々に浸透し、それがあつ時広く一般化するのである。日本の場合を思い起こしても、88年くらいから多くの市場関係者は株価の先行きに警戒感を強めていた。強気だったのは最終投資家である。アメリカは経済の形

は良いが、資金の流れはかなりいびつになってきており、その面での不安定感は今後も続く予想される。

日本では明確な景気回復の兆しが見えない中で、経済政策議論が迷走を始めている。ペイオフの延期論が出たかと思えば、日銀の国債引き受け論が一部で台頭している。筆者は、その措置が過去に悲惨な歴史を引き起こしたから駄目だといった立場を取るつもりはない。経済を取り巻く環境は常に変わっているから、その時その時の環境を見て決めれば良く、「禁じ手」という一言で議論まで封じ込めるのは間違っていると考える。

しかし、今議論されている「日銀の国債引き受け」などの措置発動以前に、将来永続的な景気回復につながりうる経済政策手段を日本が使い切ったとは思えない。確かに公共投資は目一杯になって長期金利は上がり始めた。しかし公共投資資金も、有効な使い方をされているとは言えない。市場が嫌気しているのは、財政資金が有効な使い方をされておらず、このままではいくら使えば景気回復につながるのか見当もつかない点にある。

痛みを伴う構造改革は、どうしても後回しになりがちである。しかし、永続的な景気回復をもたらす経済政策とは、実は国民の一人一人が自らの将来に自信と確信を持つ改革以外にない。むろんそこでは、国民一人一人が競争にさらされる。しかし、その中でも「やっていける」と思えなければ、本当のところの先行きに対する自信は生まれないのである。

もしそうだとすると、日本の景気回復には時間がかかる。それをある程度我慢しなければならない。失業率が一時的に上がっても、成長率が思うとおりのプラスにならなくても、持続的な経済成長の為には今やっておく事は多い。税制改正にしる、財政資金の使途の問題にしる、年金改革、失業保険制度改革、土地政策など。

なまじ「今年は0.5%成長」とうたってしまった故に、数字が一人歩きしている。無理して今年の成長率を+0.5%に持っていても、その後再び落ち込むのでは何の意味もない。「今年はなんとしても景気回復」と言ってしまうから、金利には上昇圧力が掛かりやすくなる。「景気回復は、改革の進み具合による」といった表現にしておくほうが賢明だったのではないか。

「国債引き受け論」に対して日銀の山口副総裁は、「断固反対」としている。今回の引き受け論は政界を中心に出てきていると言われているが、実際に発動したときに市場の反応が予想通り（長期金利低下、景気回復）に出るとは限らない。結果を予想できない措置を見切り発断的に行うのは極めて危険である。日本は、結果がどう出るか分からない措置をとる以前にまだやるべき事が一杯あると思われる。

今週の主な予定は以下の通りです。

8日（月曜日）

EU 蔵相理事会（ブリュッセルで）

9日（火曜日）

98年12月の家計調査

11日（木曜日）

1月の米小売売上高

12日(金曜日)

(東京市場は休場)
日銀政策決定会合
98年12月の機械受注
米上院がクリントン弾劾裁判の採決
(予定)

《 have a nice week 》

今週は一日短い週です。日、月と少し春を感じるような陽気。まあ寒さ、暖かさが繰り返しながらでしょう。しかし、季節としての春は見えてきた印象がする。今年の東京はまだ本格的な雪をもらっていない。これから一回くらいは来そうですね。

朝日新聞に記事として出ていたので私も気づいたのですが、「この2000年で一番重要な発明・発見は」という議論がインターネット上で展開されている。ニューヨークの作家ジョン・ブロックマンさんが、ノーベル賞受賞者、大学教授などに参加を呼びかけて現在進行中のもので、一般に公開されていて(<http://www.edge.org>)なかなかこれが面白い。

日曜日にかなり時間がかかりましたが、現時点で提出されている100人の意見を全部読んでみました。長々と回答を寄せた人からほんの一言の回答を寄せた人までいろいろ。読んでいくと面白いし単語の勉強になる。一杯知らない単語が出てくるのです。別に正確にやろうと思ったわけではないのですが、答えを拾っていきました。なるほどという回答もあれば、目が飛び出るような面白い回答もある。

面白い回答その「1」。「干し草」。これがなければ欧州のような寒いところでは馬は冬を越せず、従って都市文明は起きなかったというのが理由(?_?)。「馬」そのものも出てくる。何でこれが2000年という時限に入るのだろうかと思うのだが。動物の家畜化を入れた人もいる。

その「2」。「The eraser」。そのままだと消しゴム。しかしこの人は、「delete key」「white-out」など、過去を消せるモノならなんでもと言っている。過去の間違いを消せるからこそ、新たな発見があると。その「3」は「鏡」。これがなければ、自分が他人にどう見られているか不明と。笑っちゃいますね。水たまりも鏡になるというのに。「時計」という回答もいける。

圧倒的に多くて、約100人の回答者の中で私がざっと数えただけで10人の人が「過去2000年でもっとも重要」と指摘していたのが「印刷術」(printing press)。それに関連すれば、「紙の発明」「言語」なんてのもある。これによって初めて情報が大量の人に伝わるようになった。二番目は「ゼロの発見」や「インド・アラビア数字記述法」など数字がらみのもの。

次の第三位が、コンピューター、インターネット、情報技術、ビットなど「コンピュー

ター」やその「ネットワーク」からみ。合わせると、10件弱くらい。これなぞ2000年という時限から見れば、ごく最近の事だと思うのですが票を集めている。私にとって予想外だったのは、「避妊用ピル」を支持する人が四番目に多かった点。5人くらいがこれを挙げている。女性の生き方を変えたというのです。女性を解放したという意味では、洗濯機など家庭電化製品を挙げる人もいる。あと目立つところでは、「望遠鏡」「原子爆弾」「バッテリー」「クラシック音楽」などなど。

こういう論争は決着というのがないだけに面白い。この論争、まだまだ続きそうです。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤（03-5410-7657 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》