

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1489号 1999年04月05日(月)

## 《 embryonic signs ? 》

日本時間の8時50分に発表された日銀短観は、大企業製造業・非製造業、中小の製造業・非製造業の業況判断(DI)とも概ね事前の市場予想の範囲内でした。つまり、引き続き日本企業は、業況に対して厳しい判断を下している。予想範囲の中でありながらも、例えば大企業製造業の業況判断(-47)などは、予想範囲の下限に近い数字となっている。

しかし一方で、「最近」と「先行き」の「変化幅」を見ると、日本の企業の業況判断が徐々に改善してきていることが伺える。特に「先行き」の「変化幅」が大企業、中小企業、製造業、非製造業を問わず大きくプラスになっているのが特徴である。多分に心理的な問題かもしれないが、明るさは出てきている。

まず予想との乖離度を見ると、以下の通りである。

大企業製造業	今回発表 DI	- 47	予想 - 48 から - 31	前回 - 49
大企業非製造業	今回発表 DI	- 34	予想 - 40 から - 26	前回 - 39
中小企業製造業	今回発表 DI	- 53	予想 - 59 から - 50	前回 - 56
中小企業非製造業	今回発表 DI	- 38	予想 - 54 から - 39	前回 - 43

なお、「中堅企業」の製造業のDIは-48(12月調査 -52)、非製造業のDIは-40(同-41)となっている。

「最近」の各数字を前回(12月調査時点)と比べてみると、例えば大企業では「石油・石炭製品」(+30)以外は改善度が小さいし、精密機械(-10)、非鉄金属、金属製品、一般機械(ともに-5)などのようにマイナスになっているところもある。非製造業では、不動産(+17)、通信(+22)が大きく改善、電気・ガスがマイナス(6)。しかし、全体では非常に緩やかだが企業が全体として業況の改善を見ていることが伺える。ちなみに、全産業・全規模合計では今回の調査の業況判断は-44で、これは12月調査の時点の-47を3ポイント上回っている。

注目されるのは、各企業グループの「先行き」の「変化幅」で、これは「最近の変化幅」よりかなり大きく数字がプラス転化している。全産業・全規模合計の先行きは「6」の改善となっている。大企業で「先行き」の「変化幅」が大きいところを拾うと、木材・木製品(45)、非鉄金属(25)、造船・重機(20)など。中小企業では、化学が19の改

善となっている。非製造業でも全般に「先行き」の「変化幅」は改善してきている兆しが見える。

これに対して、「先行き」の「変化幅」が大きくマイナスになっているのは、自動車（大企業で - 14）中堅企業で造船・重機（ - 16）となっている。日本銀行の短観での業況判断改善は、97年6月以来1年9カ月ぶり。企業倒産件数の減少や株価上昇など企業を取り巻く環境に若干の明るさが出てきたことを映した形で、「先行き」の「変化幅」の大きなプラスが現実のものとなれば、日本経済に一定程度の明るさが戻ることが期待される。

この短観における企業の先行き判断改善は、足下の雇用統計や消費統計などに示される景況の悪さと齟齬しているように見える。しかし、景気の回復期にはこうしたことはしばしば発生する。リストラなどで企業の戦闘態勢が整う段階では、失業が増加し、それに伴って消費需要が減退する。すべてを一緒に良くすることができない以上、強いセクターをのばしながら全体の水準の引き上げをはかることが必要である。

市場の反応を見ると、株式市場は好感して株価指数は上昇、債券相場は若干買われた。株価は「先行き」の改善度上昇に注目しているし、実際に資金の流入を受けていると思われる。株や債券の動きに比べると円が若干円安に動き、5日の午前中には121円台を記録した。短観だけで円安に移行したのかは不明。我が国通貨当局の先週後半来の円高警戒発言の影響もあるかもしれない。ただし、株式市場に流入する資金の規模などを考えると、円安が大きく進むと考えるのは難しい。

### 〈 a stand-by-and-watch-mode 〉

一方、アメリカ経済です。4月1日に公表された2月の米FOMC会議議事録では、同国の景気拡大がより持続的なペースに鈍化しない限り、今後インフレが上昇基調に向かう危険性を大部分の委員が懸念をしており、一部の委員からは昨年秋の連続3回利下げのうち一回分を撤回する利上げ提案が出たことが明らかになりました。ただし、結局はこの案を全員一致で見送り、「利上げ、利下げの両睨み」の現状維持を決めた。

議事録によれば、景気の巡航速度への鈍化がなければインフレ圧力が高まるという認識と併せて、委員の大部分は昨年秋FOMCに3回の金融緩和を余儀なくさせた市場の不安定状況は大幅に緩和した事でも意見が一致したという。そこで一部の委員からは、緩和措置の少なくとも一部撤回（金利引き上げ）の必要性に関する意見が出たという。「望ましい経済トレンドの維持に最適な政策」の回復のために。議事録はその間の事情を次のように記述している。

「In the Committee's discussion of policy for the intermitting period ahead, all the members favored an unchanged policy stance. Many were concerned that the odds were tilted toward rising inflation over time, especially if the expansion did

not slow to a more sustainable rate. Members commented that the market unsettlement that had in large measure prompted the Committee's easing actions during the fall had now lessened appreciably. In the view of some, those actions might need to be reversed, at least in part, to restore what they regarded as a policy stance that seemed most likely to prove consistent with desirable economic trends.」

しかし2月のFOMCは、以下の理由で一部委員会出た「緩和措置の撤回提案」を拒否し、最後は「引き続き両睨み」の方針に委員全員が賛成した。その理由は

- 1．アメリカにおける低インフレ状態が持続しており、またインフレが加速する兆候や証拠が見られない
- 2．アメリカの経済活動見通しは依然として極めて不透明で、海外諸国の動向からくる予測不可能な貿易、および金融面での出来事の波及効果で景気見通しが狂い、その結果アメリカ国内ではインフレ誘発的な需要が抑制される可能性がある
- 3．危機拡大の予想以上の鈍化がなくても、生産資源に対する需要プレッシャーとインフレとの関係が、歴史的・伝統的なパターンを踏襲しておらず、より生産的な資本投資や海外の過剰生産施設の利用可能性向上などによる持続的なインフレ緩和要因が、当面の間インフレ圧力を押さえ込む役割を果たす可能性がある

などの理由を挙げている。その結果が以下の結論である。

「Against this background, the members agreed on the need to continue to monitor the economy with care for signs either of a potential upturn in inflation or greater softness in the expansion than they were currently forecasting and to be prepared to respond promptly in either direction. 」

つまり、利上げにも利下げにも機敏に対応できるスタンスを維持するということである。金融政策にバイアスは与えなかったということだ。

FOMCはこの2月の会合のあと先週にも会議を開いてアメリカの今後の金融政策への検討を行っているが、株価のダウでの10000ドル達成という事態にも関わらずこの時も金融政策を動かすことはしなかった。多分、一部の委員は2月の会議の時よりも「撤回利上げ」の必要性を強く感じていたに違いない。しかし、2月のFOMC議事録が明記している三つの利上げ回避理由のうち、依然として「1」と「3」の二つはそのままであり、今後もFRBは「撤回利上げをすべきか、すべきでないか」に悩む期間が続くそうだ。「2」

については、後述します。

アメリカで先週発表になった雇用統計など一連の経済統計も、FRB が意志決定をするには決め手にはなりそうもない。景気は引き続き堅調であるものの、インフレ上昇の兆しは見られないからである。

もっとも、雇用統計は最近にない意外なものだった。雇用（非農業部門就業者数）の伸びが過去二年間で一番小さかったのである。3月は46000人で、これはエコノミストの予想である16万8000人を大幅に下回った。雇用の伸びが予想より小さかったのは、悪天候で建設会社が、そして海外品との競争に晒されているメーカーが雇用を減らしたためである。サービス産業などでは、雇用は引き続き伸びている。

しかし、過去2年ぶりの低い雇用の伸びにも関わらず、家計調査に基づく失業率は前月の4.4%から4.2%に低下した。これは29年ぶりの低水準である。これは家計調査での休職者が減少したためと見られる。この4.2%という失業率は債券市場で売りを誘うに十分な数字だが、現実には債券は大きく買われた。これは、失業率の大幅低下にも関わらず賃金インフレ圧力は高まっていないことが証明されたためである。

例えば、平均時間当たり賃金は3月の統計では3セントしか上昇（13.09ドル）しておらず、また週平均労働時間も0.1時間減少して34.5時間となっている。「アメリカの労働市場で、賃金上昇圧力がかかっているととても言えない統計」（バンク・オブ・アメリカのエコノミスト）となっている。しかも3月の場合は、就業者数も予想を大幅に下回っている。

この雇用統計を受けて、アメリカの長期債の利回りは5.59%にまで低下した。同レートは先週木曜日に5.67%にまで上昇していたから、それからは大幅低下である。なお先週の米債券市場は Good Friday で昼に閉まっており、市場が開いていたらもっと低下していたかもしれない。

### 《 recovery elsewhere around the world 》

今の世界で経済運営が一番うまく行っているのはアメリカであることは衆目の一致するところですが、アジアそれについて最近通貨危機に見舞われたブラジルでも、少なくとも「見通し」は徐々に明るくなってきているようです。

週末のインターナショナル・ヘラルド・トリビューンには「Growth Signals Asian Recovery」という記事があって、その記事には次のように指摘している。

1. 1997年7月から世界の金融市場を混乱に陥れたアジアの経済危機は、ついにアジアの多くの地域で収束し、経済は底入れを始めたようである
2. これはIMFのアジア・太平洋地域担当部局の分析に基づくもので、例えば韓国の今年の経済成長率はIMFがわずか2ヶ月前に打ち出した2%を上回ってくる可能性が強

い。来年の成長率は4%を越えてくるだろう

3. 韓国ばかりでなく、今年是一年を通じてアジアの各地域で生産が底入れし、増加に向かう可能性が高いとIMFは見ている。景況の改善を示すかのように、アジア地域全域で、年収15万ドル以上のビジネス・エグゼクティブに対する需要が大幅に増加している

もっともIMFは、「それでもアジア経済の回復はゆっくりした足取りをたどることになる。また、回復の度合いは、内需の回復度合いと、行き詰まっている企業とその債務の処理がどう進むかにかかっている」と警戒を崩してはいないが、それでも数ヶ月前に比べれば見通しはかなり明るくなってきたと言えよう。IMFの管理下に入った韓国のめざましい回復は、その株式市場の堅調と併せて、日本に対する大きな刺激材料となるだろう。

アジアばかりでなく、この数ヶ月間の国際金融界の懸念材料だったブラジルでも、強気の見方が出てきている。週末にウォール・ストリート・ジャーナルとインタビューしたブラジルのフラガ中銀総裁は、

1. ブラジル経済は政府や国際融資団が予想している以上に、成長路線を取り戻し、その成長率も予想より高くなる可能性がある。これはインフレが沈静化してきているため、同国の現在のリセッションは短期間、かつ国民にとっても痛みの少ないものになる可能性がある
2. ブラジル経済は今年マイナス成長だが、政府やIMFが予想したマイナス3.8%ではなく、マイナス幅は2~3%にとどまり、リセッションは今年の下半期には終了し、今年の下半期の対前年度比成長率は4%に達し、来年2000年の経済成長率は4プラスとなるだろう

同総裁によれば、今年1月の通貨切り下げ直後の物価上昇にもかかわらず、穀物収穫が多かったこともあって、予想されたようなインフレは発生していないという。比較的信頼できる物価調査機関の調査によれば、今年2月21日から3月20日まで一ヶ月間の卸売物価指数、消費者物価指数の上昇率は2.83%で、これはその前4週間の平均3.61%を下回っているという。もしこの状態が続けば、今年物価上昇率を17%にするというブラジルとIMFとの合意は十分達成可能だし、むしろ控えめな目標になる見通しという。

ブラジルは、世界経済にとっても「頭痛の種」だっただけに、この国の安定は世界経済にとって大きなプラス材料となるものである。

### 《 lower euro interest rates 》

今週の主な予定は以下の通りです。

5日(月曜日)	2月の日本の景気動向指数 3月の日本の卸売物価指数 日銀短観
8日(木曜日)	イングランド銀行金融政策決定会合 ECB 理事会
9日(金曜日)	日銀金融政策決定会合 バーゼル銀行均整監視委員会中間報告 日本の2月の機械受注 米3月の生産者物価
11日(日曜日)	日本の統一地方選挙(東京都知事選挙など)

ユーロ金利の低下に拍車がかかっている。今月1日には、指標となる3カ月物の市場金利が前日より一気に0.03%程度下がり約2.94%を付けた。欧州委員会が3月末に99年のユーロ圏成長見通しを下方修正したことを受けたもの。欧州中央銀行(ECB)が4月中に利下げに踏み切るとの観測が強まっており、市場それを織り込み始めた。

ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)で見たユーロ3カ月物金利は3月初めに3.1%を付けていたので、1カ月で0.16%も下がったことになる。金利低下を受けてユーロ相場も軟調に推移した。金利低下とコソボ情勢の泥沼化を受けて、通貨としてのユーロには下げ圧力がかかる可能性が高い。今週は、ヨーロッパで開かれるいくつかの金利決定会合が注目である。

先週取り上げたコソボ情勢は、コソボのアルバニア人のほぼ三分の一が自宅を追われて難民化しており、そのかなりの部分が周辺の国に逃れていることから、深刻化している。特に、コソボ周辺の国では難民問題が深刻化。NATO軍は難民援助のために周辺国に地上軍を派遣して難民救済に当たる方針を打ち出した。またNATO軍は難民を無事コソボに戻す作業を行うことができれば、コソボに平和維持軍を駐留させるとの和平条件を事実上形骸化させつつあるとも言われる。今週は、コソボを巡って紛争泥沼化か、解決への糸口が見つかるの分かれ道になるかもしれない。

なお先週末から、アメリカは「daylight saving time」に入りました。米東部時間と東京との時差は、今までの14時間から13時間になります。

### 〈 have a nice week 〉

週末は穏やかな天気でした。花見をした人も多かったのではと思います。私は木曜日の夜に50人くらいが集まる会合(若手メディア関係者中心の)があって、その流れで四谷

の土手で30人くらいまとまった人数でちょっと花見をしました。夜9時ごろでしたが、まだ結構な人出だった。

日曜日の沖縄尚学と水戸商の春の高校野球優勝決定戦はつい見てしまいました。沖縄の高校はずっと「もう一步」のところまで優勝を逃してしまっていたから、心情的には完全に沖縄側について見ていました。優勝して良かった。特にすごいという選手はいなかったし、守備もどこかに穴が空いている感じなのに、PL戦でも実に良く打ったし、決勝戦もそうでした。

優勝後のスタンドのウェーブも、最後は水戸商のサイドでも途切れることなく続いて球場全体が勝利を祝っているような感じだった。沖縄の人たちにとっては、Good News だったのだろうと思います。

先週この欄で取り上げた「melissa」はその後日本のマスコミでも大きく取り上げられましたが、アメリカではFBIが動いてアメリカン・オンラインの技術者の助けもあって「犯人逮捕」となったようです。コンピューター・ウィルスは毎日新種だけで5～8個生まれていると言われる。全体では、15000個とも。その中で「melissa」とその変種の「papa」（エクセルに）が特に大騒ぎになったのはその伝染力の強さ。ネットワークそのものに脅威を与える種類のものだったため。私はこうしたウィルスは、「ネットワーク・ウィルス」と呼ぶのが正しいのではないかと考えています。

よく「知らない人からのメールには注意」と言われますが、これからは「知っている人からのメール」も、特に添付ファイルがあるものについては注意しなければいけない、ということでしょう。なるべくメールはテキスト・スタイルで送るのが賢明です。添付がなければ、ウィルスが住み着くマクロがなくなる。

プロ野球が開幕し、高校野球の決勝戦もあったというのに、今朝は新聞休刊日。何か間の抜けた朝です。

とまれ、皆様には良い一週間を。

*《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》*