

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1495号 1999年05月17日(月)

〈 surging consumer prices in U.S. 〉

18日に連邦公開市場委員会(FOMC)を控えて先週末に発表された米4月の消費者物価指数は、久しぶりに市場を驚かすものでした。「0.4%の上昇」が大方の予想でしたが、出た数字は1990年10月以来約9年ぶりの大幅上昇となる「0.7%アップ」。年率にすると2.3%の上昇となる。

この結果、市場ではインフレ再燃懸念が高まると同時に、「FRBによる早期利上げ観測」が高まった。この結果、長期債が売り込まれて木曜日の引けで5.745%だった指標銘柄の利回りは、5.919%と6.0%の水準を目前とするところまで来た。債券取引において一日にこれだけの下げは、1998年の10月9日以来だという。また株はこの金利上昇を見て木曜日の新高値からダウ平均で193.87ドル、1.73%下げて引けは10913ドル32セントとなった。

為替は、「米有価証券価格の下落 米経済混乱見通し 資産の海外展開」よりは、「米金利上昇予想 日米金利格差の拡大 アメリカへの投資魅力の増大」の方をシナリオとして選択してドルが特に日本円に対して上昇し、ニューヨークの引値は122円75銭前後。月曜日の朝には、後述するサマーズ発言もあってドル・円は123円台の前半となっている。

米消費者物価の大幅上昇は、第一にエネルギー価格の上昇を背景とするもの。4月はOPECの減産合意などがあってアメリカではエネルギー価格(ガソリンなどの)は卸売り段階を含めて上昇していたが、統計に出てきた上昇幅はエコノミストなどが事前に予想したレベル以上だった。統計によれば、アメリカの消費者レベルのエネルギー価格は4月に6.1%の上昇となった。これは月間の上昇幅としては1957年に米政府が統計を採取し始めて以来の大幅なものだと言う。今年の1~4月の米エネルギー価格年率上昇幅は年率で24.5%に達した。

価格変動の激しいエネルギーと食料品を除いた米4月の消費者物価上昇率は、0.4%。ただしこの上昇率も市場の事前予想の0.2%を大きく上回っている。一般的にコア指数と呼ばれるこの指数の前年同期比上昇率は2.2%となっている。

4月の物価上昇は、エネルギー部門に限ったものではない。エネルギーとともに月々の変動が激しいと言われる食料品価格は3月は0.2%の低下だったのが、4月は0.1%

の上昇となった。運輸価格も、3月の0.7%アップに対して4月は2.4%上昇。4月の運輸価格の上昇は、1981年2月(2.5%上昇)以来の大幅。最近低下が続いていたアパレル価格も、1.5%の上昇。3月は0.3%の低下だった。

アパレル価格の上昇幅も、過去9年間でもっとも大幅である。アメリカ経済の強さは、この消費者物価統計が出た後の鉱工業生産統計でも示された。FRBが発表した4月の鉱工業生産は0.6%の増加と、昨年の夏以来の大幅増加となった。

《 more chance of tightening in U.S. 》

鉱工業生産統計によって、今まで各産業セクターの中で弱かった製造業の景況回復の兆しが見え、かつ今まで極めて安定していた物価に変調の兆しが見える中で、FRBはどう動くのでしょうか。「インフレ懸念 引き締め観測」から金曜日に株が落ち、長期債利回りが6%に接近する中でも、アメリカの大部分のエコノミストは直ちにFRBが引き締めに走る可能性はない、との判断です。「直ちに」とは18日の次回FOMCでの利上げ決定を指します。その理由は、

1. アメリカ経済全体を見て、供給のボトルネックが生じている兆候はないし、生産性の向上、厳しい国際競争環境などを背景に全体的にはインフレ圧力は依然として弱いと思われる
2. 米消費者物価も3月までは安定していた。卸売物価は4月もエネルギー除きでは依然安定基調。4月の消費者物価統計だけでは、上昇傾向が基調であるかどうかは分からない
3. アメリカのインフレ率の上昇ペースは今までFRBのターゲットを大きく下回っていた。若干上昇したとしても、それはFRBのターゲットへの接近という段階であり、直ちに引き締め措置に出る必要はない

など。筆者も基本的にはこの見方に賛成です。しかし筆者は、「18日のFOMCが金融政策運営スタンスを今までの「中立」から「引き締め」バイアスに振る」可能性は高いと思うし、その後もFRBは「利上げのチャンス」を狙うことになると思います。理由は以下のようなものです。

1. 第一に、FRBは去る11月17日に昨秋としては3回目の0.25%の利下げを行ったが、その後の米国経済のやや力強さに過ぎる展開や、市場、特に株式市場の展開から見てこれは不必要な措置だったと考えていると思われる
2. であるが故に、その分(0.25%)は環境が整った段階で、上げ戻しを行っても良いと考えていると思われる
3. この小幅な政策金利引き上げは「極めて予防的」なものであり、また「前回の行

き過ぎた一回分の利下げを相殺する性格のものである」ことを明確にして利上げすれば、市場への打撃を穏やかなものにとどめることが出来ると考えることが可能だ
4. 小幅(0.25%)な利上げは、「絶好調」と浮かれている株式市場や消費者に警告を行えるという意味でも有効であり、その環境は整ってきている

と考える。グリーンズパン議長は最近の講演(例えば4月8日の)でも、アメリカ経済が生産性の向上を伴って極めて順調な推移を示していることを喧伝している。彼の見方を立証するように、先週発表になったアメリカの今年第一・四半期の労働生産性(非農業部門)は、年率で4%の高い伸びになった。昨年同期と比べても同生産性は2.8%の上昇となっている。

今年第一・四半期の非農業部門の労働賃金は一年前に比べて4.1%上昇しているが、労働生産性が2.8%上昇しているため、全体的に見ると経済全体としてはコストは1.3%しか上昇していない。最近のアメリカ経済の「インフレなき成長」の秘訣はここにあったが、グリーンズパン議長の言うように「労働者の枯渇」(worker depletion)のような事態が起きると、労働生産性向上の範疇を大きく越えて労働賃金が増える危険性はある。ただし、今のところ労働賃金の動きからするとこの現象は生じていない。

ポイントは、労働賃金への上昇圧力にもなる物価の上昇が続くかどうかだ。これには、この数ヶ月の物価統計や賃金統計を見る必要があるが、上記に掲げたような理由から、FRBは市場が予想しているよりも早期に、利上げに踏み出す可能性があると考えられる。

《 beyond Rubin 》

先週は、かねて噂されていたルービン財務長官の辞任とサマーズ副長官の昇格が発表された。辞任・サマーズ昇格は予想されたことではしたが、発表のタイミングの問題などあり、ニューヨーク市場では一時株がダウで213ドル下げ、ドルも対円で119円台を見るなど市場は動揺。

しかし、それも発表直後だけの話。ルービン財務長官とサマーズ副長官の間にはいくつかの問題への対処で取り組みスタイルには違いがあるものの、大きな経済哲学的な、考え方の違いがあるわけではなく市場は直ぐに落ち着きを取り戻した。株は木曜日に高値を更新し、ドルはその後は特に円に対して強地合を続けている。

今週末 APEC 蔵相会議に実質的に「米財務長官」として出席したサマーズ財務副長官は、マウンカイ島での記者会見で、「ルービン財務長官の政策を継承するか」と問われたのに対して、「APEC に来たのだから、そうした質問には答えられない」としながらも、為替政策については

「強いドルは米国の国益にかなう」

とルービン財務長官がしばしば使ったフレーズを繰り返して、少なくともドル政策については変化がないことを表明した。サマーズ副長官はさらに、「これまでの経験は、ドルを通商政策の道具に使うべきでないことを示唆している」とも述べている。ルービン財務長官が実際に辞任するのは7月。まだ時間もある。実務上は当面アメリカの経済政策はそれほど変わらないと見るのが自然だ。

しかし、ルービン財務長官とサマーズ副長官の間には市場からの信頼感、物事に当たっ
ての手法や姿勢などいくつかの点で大きく異なる点がある。

「市場の信頼」という意味では、ゴールドマン・サックス時代に自身が為替などで直接市場に関わっていたルービン財務長官の方がはるかに上である。物静かで、理性的だと見られているルービンの方が、存在そのものが市場の動揺に対する「沈静効果」を持つ。対してサマーズは「旋風」のようなところがある。日本に彼が来ると、日本のマスコミは必ず「サマーズ旋風」と書く。それほど、せわしなく、パワフルな男なのである。

週末に読んだウォール・ストリート・ジャーナルに「ルービンを越えて」(beyond Rubin)という面白い分析記事があった。ルービンは間違いなくクリントン政権のスター的閣僚であったし、歴代の財務長官の中でも優れていた。

しかし、この評価は「彼がなしたこと」よりは、「彼があえてしなかったこと」に依っているのではないかと、という内容だ。ルービンは市場にずっと携わってきた経験から、経済政策運営に関しては経済の自然な展開を邪魔するようなことはしない方が良いと判断してきたし、金融政策運営はFRBに任せて歴代の財務長官のような介入はしなかった。ヒラリー・クリントン提唱の健康保険制度改革にも積極的ではなかったし、貿易政策もクリントンには自由貿易を主張した。伝統的民主党政権の介入主義からは一線を画していたのであり、実はそれがルービンのこの時期のアメリカに対する一番の貢献だったのではないかと、いうのである。

これに対して、サマーズはアジア諸国の危機に当たっては決まってこれら各国を回って処方箋を書く手伝いをした。しかし、その処方の結果はしばしば事態を悪化させただけだという意見もある。サマーズのような動きをすると、しばしば市場は沈静化するよりは一段と動揺させてしまう。28才にしてハーバード大学の教授になり、叔父にノーベル経済学賞受賞者を持つ存在であればもうすこし落ち着いた動きをしても良い気もするが、ルービン(60才)よりほぼ15才年下(1954年生まれ)の45才という年齢からかもしれないが、彼はしばしば激しく動く。そして、その結果はあまり良くない。

従って、サマーズの真価が問われるのは、「危機に際してどう対処するか」でしょう。ルービンは「沈静効果」を持つ長官として存在し、サマーズを動かした。議会の一部から「尊大」「横柄」と言われるサマーズ新長官が、実際に長官になったときに従来通りのスタイルで仕事をするのか、それとも「ニュー・サマーズ」で登場するかは、今後「成功のジレンマ」としての危機を迎えるかもしれないアメリカ経済と、その影響を免れない世界経済に

とって、大きな問題である。

「あえて不必要なことはしない」「財政の均衡が一番重要」という基本的考え方のルービンは、週末に共和党の大幅減税要求をはねつけている。財政の黒字をどう使うかの議論の中では、共和党のように「大幅減税に使うべきだ」という意見もあるが、ルービンはこれを拒否。これに関する記事は次のように述べている。

WASHINGTON -- Departing Treasury Secretary Robert Rubin on Sunday said a Republican push for a major tax cut could sidetrack the nation from what he predicted would be sustained economic growth and low inflation.

Mr. Rubin, who will step down in July, said the budget surplus gives the nation a "historic opportunity" to ensure the long-term U.S. economic health.

"If instead we have a broad-based tax cut, we can consume that surplus ... [and] throw away an enormous opportunity to promote our economic well-being for a long time to come," he said.

日本では閣僚の入れ替えはないが、13日に奥田・日経連がスタートした。トヨタの社長になったとき、誰よりも驚いたのはご本人だったという話も伝わっている。もはや新興産業とは言えない自動車の出身だが、「ベンチャー企業や新規産業育成を民間の力で」というのが大きな方針で、具体的にどのような措置が出てくるのが注目である。

日本はルービンが「経済をなすがままに任せて成功」したのとは反対に、「何にでも介入」というスタイルが経済運営や行政の姿勢に染みついている。ベンチャーの育成にまで政府が旗を振るのはどう考えても論理的整合性がなく、もう少し民間の力を自然に育てる方向が望ましい。その意味で、民間団体である奥田・日経連がどのような方策を打ち出せるかが注目である。

現在4.8%でまだ上昇することが確実な日本の失業率を、完全雇用状態と言われる3.0%にまで落としたいというのが奥田新会長の抱負だそう。これには、日本の民間部門がよほど多様な業種で活性化しなければならない。日経連にその環境整備が出来るかどうかは、新任の奥田会長の手腕によるところが大きい。「多様な業種の育成」には、必ずしも「モノ作り」に拘らない発想が必要だが、それが出来るかどうか。

今週の主な予定は以下の通り。

5月17日(月)	金融監督庁、生保を一斉検査開始
5月18日(火)	日銀金融政策決定会合
	米FOMC

5月20日(木)	米4月の住宅着工件数 日本の決算発表ピーク ノンバンク社債発行法施行 ECB理事会
5月21日(金)	米3月の貿易収支 4月マネーサプライ

《 have a nice week 》

だいが温かくなってきました。毎朝家を出るときに、エアコンの冷たい空気を浴びないとなかなか体がしゃきっとしない。まだちょっと早いですがね。しかし、案外風邪を引いている人が多い。夏風邪は長引きますから、お気をつけて。

昨日はスポーツがてんこ盛りでした。尾崎3兄弟のワン・ツー・スリーは世界でもあまり例がないと思う。優勝したのがいつもはアメリカを活躍の舞台にしている直道だったのは他の二人の兄貴には面白くなかったのでは。才能的には直道が一番下だと見られているのに、やはり他流試合をしなければ駄目ということでしょうか。

野球は阪神が強い。いつも思うのですが、野村さんという人にもし他の監督と違うところがあるとしたら、「あの手、この手で選手に自信を持たせることがうまい」ことが一つ挙げられると思う。データ野球など、どこでもやっている。しかし、ID(import data)と名前を付けたのはうまい。

弱小で誰も注目しなかったヤクルトの監督になったときは自分がお尻をふってまでマスコミの自分のチームに対する関心を高め、自分とともに選手も有名にしてそれをヤクルトというチームの自信につなげた。もともとマスコミの関心が厚かった阪神の監督になったら、今度は新庄など力があつたのにその力を出すことに躊躇していた選手に、新しい挑戦をさせて自信を回復させつつある。「自信」がどのくらい結果を左右するかは、巨人と阪神の勝敗表を見れば分かる。

本気で、今年の阪神はおもしろいかもしれまへんな。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所首席研究員の伊藤(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》