

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1518号 1999年11月22日(月)

〈 take-back 〉

先週火曜日に開かれた米 FOMC は、当ニュース・レターが予想した通り 0.25% の利上げを行い、新レートをフェデラルファンド金利について 5.5%、公定歩合について 5.0% としました。

会議直前の市場の大方の予想がむしろ「据置き」に傾く中でも筆者が利上げを予想したのは、グリーンスパンや FRB の考え方の中には、「どちらの政策をとった方が（今後のアメリカ経済にとって）リスクが小さいか」という考え方が発想の根っこに強くあり、それ故に FOMC は利上げを選択するだろうと考えたからです。

アメリカ経済はどう甘めに見積もった潜在成長力（例えば 3.5%）よりも、高い成長率で走っている。たしかにインフレ率は足元では顕著な上昇の気配は示していない。しかし、IT 技術の経済への取り入れ（設備、人的資源の両面で）による生産性の上昇がインフレ圧力を緩和するにしても、「労働者の枯渇」などを通じて今後徐々に「インフレ再燃の危険性」が現実化する可能性はある。

また消費者の消費意欲や投資家の株式投資意欲は旺盛で、経済全体の資金の流れも極めて順調であり、0.25% 程度の利上げをしても経済活動が一気に収縮する環境ではない。だとしたら、「将来ありうるインフレ」への保険として今予防的に利上げをしておいた方が、利上げを見送るよりも賢明な措置となる、と考えたのでしょう。

「成功のジレンマ」は覚悟していた筈です。つまり、金融政策を適宜・適切に行えば行うほど市場が FRB への信頼を高めて、既に水準に懸念のある株価が一段と高くなってそれが消費の高水準持続を招来して高い経済成長率が続く。一方で、株価水準そのものは脆弱性を増すと言うことです。

FRB はおそらく政策運営姿勢を「中立」に戻すに当たっても、内部でかなり議論した筈です。議事録が出てみれば分かることですが、「引き締めバイアス」のままにすべきだという意見もあったに違いない。仮に引き締めバイアスのままなら、株式市場の今回の利上げ決定に対する評価も少し違ったものだったかもしれない。

しかし、実際にはインフレの兆候が具体的に数字に表れていない段階では、タダでさえ国内の産業界などから評判の悪い利上げをした上に、バイアスを「引き締め」にしておくことは出来なかったでしょう。インフレ再燃のリスクをいつでも監視しているという FRB の姿勢は、0.25% の実際の利上げで市場に十分伝わっている訳ですから。

FRB はこれで、98年の秋に行った合計3回、0.75%の利上げの「take-back」を完了した。アメリカの新聞には「take-back 利上げ」といった見出しもみられる。つまり、アメリカの金利で見ると、世界はロシアから LTCM につながる一連の危機以前の状態に戻ったことになる。その意味では、今年の3回の利上げは必ずしも「本格的引き締め」だったとは言えない。あくまでも「take-back」であり、かつ「pre-emptive」である。

引き締めが本格的でないのはインフレが顕在化していないためで、この70年代、80年代の妖怪が2000年以降にアメリカ経済、さらには世界経済全体を徘徊するようになるのかは不明である。まあ出て、小さめの妖怪になることは想像できますが。

《 in excess of the economy's growth potential 》

FRB が出した声明を全文掲載すると以下の通りである。

The Federal Open Market Committee today voted to raise its target for the federal funds rate by 25 basis points to 5-1/2 percent. In a related action, the Board of Governors approved a 25 basis point increase in the discount rate to 5 percent.

Although cost pressures appear generally contained, risks to sustainable growth persist. Despite tentative evidence of a slowing in certain interest-sensitive sectors of the economy and of accelerating productivity, the expansion of activity continues in excess of the economy's growth potential. As a consequence, the pool of available workers willing to take jobs has been drawn down further in recent months, a trend that must eventually be contained if inflationary imbalances are to remain in check and economic expansion continue.

Today's increase in the federal funds rate, together with the policy actions in June and August and the firming of conditions more generally in U.S. financial markets over the course of the year, should markedly diminish the risk of inflation going forward. As a consequence, the directive the Federal Open Market Committee adopted is symmetrical with regard to the outlook for policy over the near term.

In taking the discount rate action, the Federal Reserve Board approved requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Boston, Cleveland, Richmond and Kansas City. The discount rate is the rate charged depository institutions when they borrow short-term adjustment credit from their district Federal Reserve Banks.

持続的成長へのリスクは根強く残っているというのが FOMC の判断であり、またこの声明文は「金利感応度の高いセクターでの景気鈍化と生産性の向上」という好材料があるにも

かかわらず、依然としてアメリカ経済は潜在成長力を上回る成長をしており、こうした事態が続けば「a pool of available workers」が枯渇する危険性を指摘している。

市場の一部には政策バイアスが「symmetrical」になったことに関連して、「年内の利上げはなくなった」はまだしも、来年前半はもう利上げはないといった解説が聞かれる。しかし、それは時期尚早な議論というものでFOMCはそれほど先の経済を見通せると考えているとは思えない。

FRBはむしろ、景気がこれほど強く、失業率も下がってきた中でインフレ率が上昇しないことに依然として経験的にはとまどい、推量的に

「IT技術の浸透による生産性の向上」

「国際的な競争条件の激化がもたらす国内物価抑制力」

という理由を想定し、それを頼りにしている段階だと思われる。「中立」などという政策バイアスはいつでもどちらにも変わるものだと考えた方が良い。例えばニューヨークの株価がブラック・マンデー級の急激な下げに転じれば、FRBはバイアスもなにも市場への流動性供給の用意を表明し、直ちに金融緩和姿勢を明確にするだろう。「姿勢」など常に変わらうるものである。

一つ国際的な流れとして言えることは、筆者が過去数号で指摘したように世界経済の全体的な足腰の強まりの中で、金利は世界的に上昇基調にあるということだ。過去一ヶ月で利上げをした国を思い出すままに挙げてみても、オーストラリア、イギリス、EU、そしてアメリカと続き、今後もヨーロッパの一部の国では利上げが秒読みに入ってきている。こうした環境では、日本を含めて長期金利には上方バイアスが強まると考えるのが自然である。

《 rising oil prices 》

FOMCとしても片目で見えていたのではないと思われるのは、原油価格の動向である。世界の原油相場はここ数ヶ月大幅な上昇を見せていた。FRBはかねてから、金を含めて一次産品の相場には関心を寄せてきた。この秋に入ってから原油相場高騰も潜在的リスクとして見ていた筈である。

利上げ発表があったFOMC後の先週後半になって、世界の原油相場は一段高の様相を呈している。今の世界の原油相場を先導しているのは産油国でも消費国でもなく、スポットと言われる世界の原油取引の2割から3割を占める市場だが、そのいくつかのスポット市場の指標的相場を見ても上げは急である。例えば、ニューヨーク・マーカンタイル取引所の原油先物相場は週尖にバレル26ドルに乗せたあと木曜日に一端利食いで反落したものの、週末金曜日の市場では再び急騰。12月きりが前日比75セント高の26.56ドル、1月きりが81セント高の26.14ドルとなった。

湾岸戦争（1991年）後の同市場期近物原油相場の高値は26.80で、今の原油相場はそれを抜き、さらに30ドルに接近するとの見方もある。金曜日に材料になったのは「ロシアからの原油供給の減少見通し」だが、ここにきての原油相場の世界的な高値持続の背景は

1. かつては「駆け抜け増産」が頻発して尻抜けだった石油輸出国機構（OPEC）など産油国の「減産合意」が、今回はかなりの程度機能しているし、産油国が現在の合意の期限切れとなる来年の3月以降も減産継続の方針を次々に打ち出している
2. こうした中で、アジアなどを中心にガソリンなど各種石油製品に対する需要が増加し、世界的に過剰だった原油在庫の取り崩しが進んでいること
3. ヘッジファンドなど世界的に資金を運用している筋が、高騰を続ける株式市場などから、投資先を多様化している

などである。産油国の減産に関しては、減産すべき量に対し実際にどれだけ減産したかを示す減産順守率は今年の夏以降90%を超えていると言われる。90年代を通じて少し価格が上がってくると駆け抜けの増産に出た産油国が多かったことを考えれば、極めて高い減産順守率だと言える。

OPEC について見ると、現在の減産は99年の9月22日の総会で決められたもの。合意期限は2000年の3月だが、クウェートのサウド石油相は11月の中旬に既に「OPEC加盟国は来年4月以降の減産延長で基本合意した」と述べている。注目されるのは、メキシコなど非OPEC産油国もこの減産を巡るOPECの姿勢を支持している点。世界の景気が全般的に回復基調にある中で、原油相場に上昇圧力がかかる最大の原因となっている。

現在の原油高は、ヘッジファンドなどの買いに煽られたものだとの見方は、ある程度当たっている。大きな資金の流入がなければ、最近のような急激な価格高騰はないと思われる。しかし、ヘッジファンドなど国際的な資金はやみくもに動いているわけではない。「世界経済の回復」「産油国の減産姿勢の堅持」を見たからこそ彼らの資金は流入しているのであって、そこにはかなりの持続性があると考えられる。

ただし消費国サイドは過去数度に渡る原油価格高騰の経験から、エネルギー代替、エネルギー節約の手段を多様化させている。従って70年代、80年代のように、原油スポット価格の上昇が直ちに各国の消費者物価の上昇につながるわけではない。消費国が購入している原油にはスポット市場の短期的な価格変動には左右されない長期契約分も多い。

例えば、アメリカ石油産業リサーチ基金（the Petroleum Industry Research Foundation）のゴールドスタイン会長は

「Although oil holds the same emotionalism and political connotations, higher prices

-- which are painful for consumers -- don't have the same effect on the economy that they used to.」

と述べている。原油価格上昇の経済への影響力はかつてほどではない、ということである。しかし同会長は、産油国の減産継続、厳冬による需要増大、Y2K の買いだめなどにより、原油相場は一段と高くなる可能性を指摘している。

その地位を一時よりも落としたとはいえ、依然として原油が世界の物価動向に大きな影響力を持っていることは間違いない。FOMC の議事録を見ると、最近の原油相場の動向には強い懸念をもっていることがわかる。日本にとっては原油価格の上昇はデフレ圧力の緩和になる面もあるものの、一方で経済活動を鈍化させる原因にもなる。

今週の主な予定は以下の通り。

11月22日(月)	9月の日本の産業活動指数 米サマーズ財務長官が越智金融再生委員長と 会談
11月23日(火)	米10月耐久財受注
11月24日(水)	米3Q GDP 改定値
11月25日(木)	10月商業販売統計 ツーカー3社が「EZweb(イージーウェブ)」サービス開始 政府が国会に二次補正予算案を提出 米感謝祭
11月26日(金)	日銀金融政策決定会合 10月全国消費者物価指数・11月東京都区 部(同) 米10月個人所得、支出 南アジア地域連合首脳会議

《 have a nice week 》

週末は2日とも良い天気でした。日曜日は久しぶりに野外を数キロ(?)歩きましたが、小春日和で最高でした。半袖で十分だった。それがたまたま千葉方面で、時間に余裕があったので帰りに初めてアクアラインの「海ほたる」なる場所に行きましたが、これがまたすごい人。良い天気に誘われて来た人が多かったのでは。

夕陽を眺めましたが、これもきれいだっただ。赤い太陽。かなりガスっていましたがそう見えた。今週は23日が休みでちょっと中途半端な週ですが、本来なら天気は安定している時期。良い天気になって欲しいものです。

考えたら、11月ももうあと一週間余り。ということは、あと一ヶ月ちょっとで2000年ということです。ふと思うに、Y2Kの問題ばかりが重要視されて、「新しい1000年の始まり」が接近しているという事実があまり認識されていないし、個人として、企業として、国として「今後の1000年」をどうすべきかといった議論が少なかったではという気がする。

そこには、「21世紀はあと一年先」ということもあるでしょう。しかし、やはり2001という中途半端な数字で始まる21世紀よりも、きりの良い2000年から何をすべきなのかを考えるのは重要な問題です。私はかなり気分が違ってくると思う。今まで西暦を書くときにはずっと「19XX」と書くことから始まっていた。それが「20XX」となることで。

21世紀はまだ始まっていないという意味では、依然として「世紀末」状態は続くわけですが、今回は100年ごとの世紀末とは意味が違う。2000で気分一新とするのが良いと思うのですが、Y2Kの先をそろそろ考えましょう。

今週は週初ですが、大阪におじゃましています。それではみなさまには良い一週間を。

《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》