

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1528号 2000年02月07日(月)

〈 a regime shift 〉

この言葉は先週のニューヨークの債券市場に関してあるアナリストが使っていたものですが、確かにそれに等しい大きな変化が出てきたと言える。「体制の転換」と言ってもおかしくない。

1. 金利体系が完全に「inversion」(逆鞘)になって、週末金曜日のレートは10年債が6.50%を上回っているのに対して、30年債は6.23%となった
2. 金曜日だけで長期金利の指標を10年債にする動きがインベストメント・バンクを中心に活発化して、これが業界全体に波及しそうなこと

いままで世界でもっとも「流動性溢れる市場」として存在してきた米債券市場の長期セクターで起きた先週木曜日の大きな変化(相場の急変と流動性の低下)は、そこで資金を大規模に運用している投資家に関する噂を巻き起こして、これが市場を一層混乱させた。

後述するが2日のFOMCは予想されたとおり、利上げを実施した。フェデラルファンド金利、公定歩合とも0.25%の引き上げでしたが、この利上げが長期債市場におよぼす影響は、「金利上昇、債券相場下落」だと考える向きが多かった。先週の水曜日までの話です。

しかし、ポジションが思いっきりその方向に傾いたところに発表されたのが、財務省による第一・四半期証券入札計画、今年予定されている総額300億ドルの買い戻し計画第一回実施分概要。財政が黒字のアメリカが債券発行額を引き下げることが分かっていたが、それが具体化したことで、市場は強いインパクトを受けた。基本的にものの値段は「需給」で決まりますから、供給が減るとなったらそれは買われる。アメリカの財政の黒字が継続見通しにあり、ポジションがショートになっていただけになおさらだった。

これで米金利に対する先行きの見通しというよりは主に「需給」によって30年債には買いが入り、これがショート筋のロスカットを誘って一段と相場が上昇。長期債利回りには低下に拍車がかかり、週央には6.50%前後にあった指標銘柄の利回りは、一時6.06%にまで低下した。この30年債の相場上昇、利回り低下は米債券史上でも例のない大幅なものだと言われるもの。

相場がこれだけ動けば、当然スクイズされる筋が出てくる。多くのヘッジファンドやミューチュアル・ファンドが長期債をショートにしていたと見られ、相場の反対方向への大き

な動き、ロスカットの嵐の中で「一部米金融機関の破綻」に関する噂が市場に充満した。一方一時的ではあるが、資金を国内回帰させる「repatriation」の動きが活発化、これが円債売り、ドル高・円安に寄与したと見られる。円相場はこの段階で109円台まで対ドルで下落した。

金曜日には米雇用統計で示された米経済の強さや、欧州の債券相場下落、金や原油相場など商品相場の全体的な上昇(コメックスの金は23ドル強上昇して313ドル台に一主に生産削減の動きから) に対する懸念で米30年債の利回りは6.23%にまで上昇。それでも10年債利回りとの逆ざやの幅は0.3%近くある。

こうした中で表面化したのが、債券の評価基準を従来の30年債から10年債へ動かすと言う動き。金曜日にその方針を明確に表明したのはモルガン・スタンレー。長期債(bond)から中期債(note)への基準変更は、ゴールドマン・ザックスなども同様の措置を既にとっていると言われていて、少なくとも実務ベースでは今後徐々に10年債を指標とする取引が増加するものと思われる。

FRBは利上げにもかかわらず30年債の大きく値下がりしたことで政策効果が低下すると懸念している筈で、経済のあらゆるところで使われている「指標銘柄」を、需給関係で低下傾向に拍車がかかると思われる30年債から、金利体系のしっかり残っている10年債ノートの利回りに移す動きには賛意を表すと思われます。

《 FOMC and ECB raised their rates by 0.25 % 》

先週は、アメリカと欧州がこぞって短期金利の引き上げを発表した。FOMCの利上げは予想されていたもので、むしろその幅に関心があったのですが、従来通りのgradualismで利上げ幅は0.25%になった。FRBが発表した声明文の全文は以下の通りだが、注目すべきは下線の部分である。(下線は筆者)

For immediate release

The Federal Open Market Committee voted today to raise its target for the federal funds rate by 25 basis points to 5-3/4 percent. In a related action, the Board of Governors approved a 25 basis point increase in the discount rate to 5-1/4 percent.

The Committee remains concerned that over time increases in demand will continue to exceed the growth in potential supply, even after taking account of the pronounced rise in productivity growth. Such trends could foster inflationary imbalances that would undermine the economy's record economic expansion.

Against the background of its long-run goals of price stability and sustainable economic growth and of the information currently available, the Committee believes the risks are weighted mainly toward conditions that may generate heightened inflation pressures in the foreseeable future.

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, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Kansas City and San Francisco. The discount rate is the rate charged depository institutions when they borrow short-term adjustment credit from their district Federal Reserve Banks.

FOMCはこの声明の中で、「生産性の顕著な伸びを勘案しても、総需要の増加ペースが引き続き潜在的な供給力の伸びを上回る見通し」（つまり供給力に対する需要超過）に触れて、「予見しうる将来においては、リスクはインフレ圧力増大の方向にある」と述べて、今後も利上げがある可能性を強く示唆している。FOMCの各0.25%利上げの結果新レートは、フェデラルファンド金利が5.75%、公定歩合が5.25%。

5.75%というフェデラルファンド金利誘導目標がいつ実施されていたかを遡ってみると、1995年7月6日から同年12月18日まで。その前の同レートは6.00%、その後は5.50%。同レートは96年には一月末のFOMCで直ぐに5.25%に引き下げられ、その年はずっとそのレートが続いた。その後は、97年春に一端5.50%に引き上げられた。急速に下がったのは、98年の秋。ロシア危機 LTCM 危機のあの時期です。3回合計0.75%引き下げられて、下は4.75%。そこから99年後半に3回上がって5.5%に。

筆者は、99年の3回の利上げは「take-back actions」と言えるもので、今回の利上げでアメリカは最近では初めて本格的な金融引き締め局面に入ったと見ている。総需要の伸びが急激に巡航速度に戻る可能性は少ないので、利上げ局面はまだ続くでしょう。今後も利上げが継続して行われる見通しを強めたのは、金曜日に発表された米1月の雇用統計です。

失業率は30年ぶりの4.0%に低下した。1970年の一月が3.9%で、それ以来の低さ。さらに、非農業部門の就業者数は予想が25万人のところ、38万7000人も増加した。97年の9月以来の大幅な増加。サービス、建設などのセクターでの雇用増加が目立った。さらに重要なのは、賃金の伸びも大幅になっていること。3月のFOMCも、株価の波乱などがなければ利上げをすることになり、その場合も上げ幅が問題になるでしょう。

「bias」をやめ、初めて「risk」にポイントを置いて今後の政策運営方針を発表したFOMCでしたが、声明を読むとその違いはウォール・ストリート・ジャーナルが言うとおり「so fine」（あまりにも微妙）。「risks」という単語は間違いなくありますが、この文章を読んだ人は

「何が変わったのか」と思うでしょう。筆者もそうで、この文章を素直に読むと、3月も利上げするのかなあーというバイアス的な心理になる。FOMC が将来に何らかの形で経済が直面する「risk」を示したら、それはアクションに具現化するとしたら3つしかないわけで、読む方にとっては「bias」を連想する。今回FOMCは、「リスク」は「インフレ」にあると述べている。

一方で、アメリカにおける成長持続要因は強い。また、生産性の上昇余地は大きいと思われる。2月に史上最長になったアメリカの景気拡大局面は持続する可能性は強いと見ます。引き続きグリーンスパンの金融政策運営手段が問われると言うことです。

《 import price pressure 》

欧州でも ECB が 0.25% の利上げを実施。「中期的な物価の安定へのリスクを勘案して」ということであくまで「インフレ対策」との態度だが、むろん視野には対ドル、対円で軟化を続けるユーロも入っていて、ドイセンベルク総裁は記者会見の冒頭説明で

Developments in the exchange rate of the euro are becoming a cause for concern with regard to future price stability. At the end of January the nominal effective exchange rate of the euro stood approximately 11 1/2% below its level in the first quarter of 1999. Given both the magnitude and the duration of this development, import prices can be expected to rise further, thereby increasing the risk that upward pressures on consumer price inflation might materialise in the medium term.

と述べている。実行レートで見てもユーロ相場が大幅に下落しているし、輸入物価への影響が予想されるという理由付け。ユーロに対する credibility の話はしていないが、利上げを決定した ECB 理事達の頭の中には、ユーロ安が一段と加速するリスクはあったでしょう。

この欧州金利の引き上げでユーロは一時対ドルで等価近辺まで反発しましたが、その後は再び下げ。オーストリアで極右が入った連立政権が出来て EC の内部がもめていたり、ドイツの政局不安がある。ユーロが本格的な反発に入るのは、少し先になるでしょう。

今週のスケジュールは以下の通りです。

2月7日(月)	米2001年度予算案議会提出 米予算教書発表
2月8日(火)	12月全世帯家計調査

	デラウェア州予備選挙
	米12月消費者信用残高
	米サマーズ財務長官議会証言
2月9日(水)	米12月卸売在庫、売上
	英中銀金融政策委員会
2月10日(木)	1月卸売物価
	日銀金融政策決定会合
	1月卸売物価
	12月公共工事着工
	12月機械受注
	米12月シカゴ連銀指数
	ロシアのイワノフ外相来日
2月11日(金)	建国記念日で日本市場は休場
	米1月小売売上

《 have a nice week 》

7日の東京は、明るい印象が非常に強くする朝でした。日中の温度も14度まで上がる見通しという。陽も長くなってきました。寒さとしては一番厳しい時期だし、東京の場合は雪も降りやすくなるのですが、全体的には春の訪れを感じる。

日曜日は日中結構良い陽気だったので、近くの公園にキャッチボールをしに行きましたが、その公園の中にある小学校のグラウンドで小学生がサッカーの試合をしていて、この試合を見ながらキャッチボールをしたら、日頃の運動不足がほんのちょっと解消した気分になりました。冬は体を動かす機会が少ないですから。

温かくなるのは良いのですが、週末に見たチベットの氷河湖の増水と決壊の危険性を取り上げた日曜日のNHK特集は考えさせられました。地球の温暖化を進めているのはどう見ても彼らではないのに、チベットの人々は氷河湖の決壊の恐れにおののいている。氷河湖の増水の背景にある氷河の溶けだしには、どうも地球の温暖化が影響しているよう。

冗談じゃなく、まもなく世界の海の水位(海位)も上がって来るんでしょうね。2000年を最初に迎えたあの島も、水没の危険性があるという。人間が活動しなくても地球には非常に寒い時期、対して温かい時期があったそうで今起きている地球温暖化がすべて氷河の溶けだしの原因だとは言いきれないでしょうが、まあ影響してはいるんでしょう。

より少ないエネルギー消費で効果的な経済活動を行うにはどうすべきかというのがこれからの課題でしょう。車でももう始まっているし、デジタル革命は流通経路などで無駄をなくして、その間のエネルギー消費を削減できる力を持つ。従って、近代文明そのものはenergy consuming なものでしたが、それを徐々に修正する力を人間は持ちつつあるとも考

えられる。生活レベルを落とさずにエネルギー消費を減らす方途を考える時期というわけです。

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》