

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1496号 1999年05月24日(月)

〈成功のジレンマ〉

FOMCの「引き締めバイアス」への移行決定は、昨年12月の「今後は重要な考え方の変更があった場合、会合終了直後にその方針を発表する」との新方針に基づく第一号として明らかにされました。その後のニューヨーク市場の動きを見ると、株価、債券とも直後には下げましたが、週の後半には債券相場は上げに転じ、株もしっかりの展開。

債券利回り(指標30年債)は方針発表直後には一時6.0%に接近したものの、先週末には7.75%前後に低下。これは、FRBの機敏な動きを市場が評価し、市場が先行きへのインフレ懸念を弱めた結果。

FF金利を4.75%に、公定歩合を4.5%に据え置いたままの「引き締めバイアス」転換に関してFOMCが出した声明全文は最後に資料として掲載しておきます。今回の決定に伴うFOMCの状況判断のポイントは以下の2点です。

1. 昨年秋の金融緩和以来、アメリカ国内の金融市場は回復し、海外諸国の経済見通しも改善した
2. 既にアメリカの国内労働市場がタイトになっていること、生産性の伸びを上回る強い需要の展開

「中核的なものを中心としてみた諸コストや諸物価の基調的な伸びは、依然として極めて抑制されたものにとどまっている」との前提で以上の2点を指摘しているもの。今後は、FRBが指摘する「国内労働市場がタイトな環境」がどのくらい進むか、「生産性の伸びを上回る強い需要」がいつまで続くか、にかかっている。

「引き締めバイアス」決定で、直ちに金利引き上げが実施されると考えるのは時期尚早である。過去においても、バイアスのある方向に移しながら実際にはその方向での金利操作を行わなかったことは何回もある。今後の展開次第です。

FOMCの「引き締めバイアス」転換と、その後の市場の動きを見ながら、筆者はアメリカの金融政策が依然として「成功のジレンマ」を逃れられていないとの印象を強くしました。市場は明らかに、「引き締めバイアス」転換でFRBへの評価を高めた。まずその機敏さに。昨年秋には3回連続利下げをした。そして今回は「利上げ準備する」と言っている。

機敏で、状況判断が出来た動きです。

しかし、株が大きく調整しないということは、消費は高水準を維持する。アメリカ経済の7割は消費ですから、消費が落ちないことには経済も減速しない。しかも、株はしばらく底固めして、その後は再び上昇する可能性が大です。強すぎる個人消費と、株の上昇にはFRBも頭を悩ませているでしょう。それは、金融政策がうまく行き過ぎている裏返しでもある。ジレンマです。

思い切って0.25%の利上げをしたらどうだったでしょうか。発表直後のリアクションはもっと大きかったかもしれませんが、債券相場が戻り、株価も調整後は再び上昇に転じるのは目に見えている。「ジレンマ」は続くというわけです。

《 surprisingly strong growth 》

アジアでは、今年第一・四半期の韓国の成長率が4.6%と予想を遙かに上回る大幅なものになったことが先週の話。この韓国の景気回復基調が、FOMCの言う「海外諸国の経済見通しも改善」の中に入っていることは間違いありません。昨年日本人の目から見て「苛烈」に映った構造改革の成果が、早くも出始めたとも言える。

韓国銀行の発表によると、今年第一・四半期の韓国成長率引き上げの主役は個人消費。今年第一・四半期に6.3%も増加した。特に自動車とコンピューターの売り上げが劇的に増えたのが大きいという。これは今年1~4月の統計ですが、韓国の三大自動車メーカーがこの期間に販売した自動車は合計33万8000台で、昨年同期の23万3000台に比べて42.6%もの増加になったという。

韓国では昨年是一年間を通して「小型車」しか売れなかったそうですが、今年に入って大型車、豪華仕様の車も良く出ているという。ということは、韓国の自動車メーカーの利益はかなり上がっていると思われる。自動車以外にも、コンピューターの売り上げが好調で、デパートや各種小売り業者の販売高も増加しているという。

韓国が経済危機からIMFに救済を求めたのは1997年の11月。去年一年間はIMFが韓国に要求した「引き締め政策」で景況は大幅に悪化し、成長率はマイナス5.8%に落ち込んだ。IMFは99年の韓国の成長率に対して「2%」を公式予測にしている。しかし、今の調子の消費が続けば、今年の成長率は5%に達する可能性があるという。

去年は韓国の主要都市のレストランには「IMFメニュー」が、百貨店には「IMFセールス」などと表示され、同国に厳しい緊縮を要求するIMFにちなんだ名前がよく使われたが、今年はこれがほぼ消えてきたという。国民が心理的にも、「IMFの軛」から自らを解き放ちつつあるということだ。

もっとも韓国の景気回復がこのまま持続するかどうかについては、意見が分かれている。円が一時の140円台から反発し、今年これまでは120円前後で安定していたのも韓国経済に救いになった。今でも「円安」は韓国の株式市場にとって一番の悪材料です。韓国

経済の今後の見通しについても、良好な海外環境が前提との意見もある。

しかし、財閥の解体・整理など今までの韓国経済の姿を大きく変え、構造改革を進めるための苦しい時期を乗り切りつつあることで、国民の間に楽観論が生まれていることが消費の急増につながっていると考えられる。リセッションの時と違って大きくは報じられないものの、例えば現代自動車は昨年夏の工場閉鎖の折りにレイオフした労働者のうち1500人を再雇用する意向であるという。こうした再雇用の動きもあって、4月の韓国の失業者数は155万人と、3月の170万から大幅に減少した。

アジアでは韓国がこうしてかなり明確な回復の兆しを示しており、あとフィリピンも同様に回復基調。あと、タイ、マレーシアにも景況回復の兆しが見えるという。

《 schedules 》

今週の主なスケジュールは、以下の通りです。

5月24日(月)	4月の日本の全国百貨店売上高 3月の日本の景気動向指数改定値
5月25日(火)	4月の日本のスーパー売上高
5月26日(水)	OECD閣僚会議
5月27日(木)	金融監督庁、生保を一斉検査開始 米の99年第一・四半期GDP改定値
5月28日(金)	5月東京都区部、4月消費者物価

FOMCの「引き締めバイアス転換」で明確に影響が出たのは、ドルの対円相場です。先週後半はほぼ124円台の動き。月曜日の午前は、123円台の後半。円安の背景は、

1. 日米金利差拡大思惑
2. 次期米財務長官のサマーズの「ドル高はアメリカの国益」との態度表明
3. 日本の株価の頭打ちと、対外投資意欲

などでしょうか。しかし、円安もそれほど行かないと思う。上にはしこり玉が山ほどある。円安になっても、日本の株は上がっていない。このことでも示されているように、日本経済が「円安の進行」を欲しているかと言えばそうでもないと思う。企業によって違うでしょうが、大部分の大手企業にとっては安定が一番です。125円台を超えて大きく円安に動けば、日本の通貨当局の円安警戒感も強まる。アメリカの対外収支の大幅な赤字、日本の巨額な黒字から見て、円安の進行には限界があると考えます。

アメリカ政府の現在の為替政策は「貿易問題の道具にはしない」ということで、サマーズが長官になってもこの姿勢は当面続くと思われる。サマーズ氏もその旨は明確にしている。しかし、選挙を控え景況が変化すればこの姿勢は十分変わりうるし、何事も限界がな

い話ではない。120円前後が長くてそこから上放れしてきた経緯から言えば、モメンタムは上だが、日本の投資家の対外投資への警戒感今回は強い。

〈 have a nice week 〉

夏のような週末でした。週末は水上高原に行ったのですが、「高原」を忘れるような暑さ。結構人が多くて、連休に休めなかった人が今頃休んでいるのかなと思いました。真夏日で夏の夏の格好をした人も多かった。来週の月曜日は6月。

それにしても行く途中はすごい渋滞。事故で、到着予定は一時間も遅延。大勢の人が迷惑するという点は同じですから、不注意で事故を起こした人には、電車事故と同じようにかなり大きな罰金を科すのはどうだろうかと考えました。

梅雨の前の一番良い季節。皆様には、良い一週間を。

《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》

資料（FOMCの声明全文）

While the FOMC did not take action today to alter the stance of monetary policy, the Committee was concerned about the potential for a buildup of inflationary imbalances that could undermine the favorable performance of the economy and therefore adopted a directive that is tilted toward the possibility of a firming in the stance of monetary policy. Trend increases in costs and core prices have generally remained quite subdued. But domestic financial markets have recovered and foreign economic prospects have improved since the easing of monetary policy last fall. Against the background of already-tight domestic labor markets and ongoing strength in demand in excess of productivity gains, the Committee recognizes the need to be alert to developments over coming months that might indicate that financial conditions may no longer be consistent with containing inflation.