

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1504号 1999年07月26日(月)

《 Greenspan's profession talk 》

本日のレポートのポイントは次の通りです。

- ✚ グリーンスパンの22日の議会証言内容はFRB議長としての「職業トーク」の面がかなりあり、FRBのスタンスは言われているほど「タカ派的(hawkish)」なわけではない。年内の再利上げの可能性はまだ五分五分をやや上回る程度である
- ✚ 世界的な株価の下落はニューヨークを先頭にアジア、ヨーロッパと広がりを見せているが、今までの早い上げピッチに対する「金利先行き不安」を口実にした調整であって、低インフレで成長期待が強い現在の段階では大幅な調整に発展する可能性は薄い
- ✚ 対して、ドル安はユーロが過小評価されていたこと、ドル・円は特定の水準でしばらく動きを止められていた分だけ、ここしばらく下方に動きが激しくなる可能性があるが、アメリカ経済の好調から下値も限られると考えられる

今回に限らず、グリーンスパンの発言(議会証言や講演を含む)や打ち出す一つ一つの措置における最大の特徴は、「市場との対話」「市場との綱引き」という側面である。市場(マーケット)をよく知っている人間にしか出来ないことではあるが、グリーンスパンは実にこれがうまい。今自分が何にポイントを置いて、どのような表現を使ってしゃべり、そして行動することが市場環境から見て賢明であり、FRBとしての政策遂行、目的達成に役立つかを実にうまく把握している。グリーンスパンは市場を方向付けし、それを演出しているという意味で、今の世界のマーケットにおける最大の演出者、悪い言葉を使えば manipulator だと言える。

7月22日のハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言の中身も、彼のこの能力をいかに示している。世界の多くのマスコミが引用している

- Federal Reserve will need to be especially alert to inflation risks (FRBはインフレのリスクにことさら警戒的になる必要がある)
- Federal Reserve will have to act promptly and forcefully so as to preclude imbalances from arising that would only require a more disruptive adjustment later (FRBは敏速に、かつ果敢に動かねばならない.....)

などの発言は、たとえばファイナンシャル・タイムズでは Greenspan ならぬ「Hawkspan」といった単語を生み出すに至った。レックス・コラムに載っていたものだが、確かに証言のこの部分だけを読むとインフレを強く警戒していると読める。グリーンSPANはむしろインフレを警戒していないわけではないが、これらの発言は「現在はこう言っておいた方が良い」という判断から出ている面が強い。

グリーンSPANは前回のFOMCで0.25%の利上げを行った理由について22日の証言の中で

To have refrained from doing so in our judgment would have put the U.S. economy's expansion at risk.

(利上げを思いとどまった方が、アメリカ経済の拡大を危険に晒したであろう)

と述べているが、この表現を借りればグリーンSPANが22日にインフレに対して使った全体的な表現の狙いは

To have refrained from saying so in my judgment would put the U.S. economy's sustainable expansion at risk.

(そう言っておかなければ、アメリカ経済の持続的な拡大を危険にさらす)

という判断にあったと思われる。言っておいた方が、言わないより今後のアメリカ経済の展開には良いし、FRBとしての政策運営も楽になるという判断である。グリーンSPANは、市場の利上げ予想が自分の発言で強まることを予想しながら、それによって巡航速度(3%から最大で3.5%)違反で拡大しているアメリカ経済に多少のブレーキがかかるかもしれないという期待はあっただろうし、ニューヨークの株式相場への沈静効果も勘案して使った表現だろう。

事実、効果はあった。株は調整している。こうした「市場操作」に該当する部分は割り引いて考える必要があるということである。私の判断では、グリーンSPANはむしろカードは手に持っているが、直ちに利上げを考えているとは思えない。

では、グリーンSPANは今後利上げするかどうかの判断をどこに置いているのか。その重要なポイントについて、彼は「労働市場の環境」を真っ先に挙げている。

《 productivity growth 》

グリーンSPAN議長は、このところのアメリカ経済が過去の例から見て「例外的」(成長・拡大と低インフレが共存しているという意味で)であり、その大きな秘密が「生産性の上昇」にあるとしながらも、「生産性が上昇している最中には、経済がどのポイントで過熱状態に

入ったかどうかは判断するのが極めて難しい」と述べている。つまり、金融政策を策定する上でも現在は状況判断が難しいと認めているわけである。

ではどうするか。ある国のインフレを起こさない限界の成長率（潜在成長率）は、通常「生産労働人口の伸び率+生産性の伸び」となっていて、従来のアメリカのそれは2.25%とされてきた。アメリカの生産労働人口の伸びは従来から1%前後とされていたから、残りが生産性の伸びで、従来はそれは1.25%前後とされてきたことになる。

しかしグリーンズパン議長は6月に行った議会での証言で、この潜在成長力が生産性の2%（ここ3年の平均）への上昇で、3%前後になっている可能性を示唆。また、22日の証言では、過去一年の労働生産性の伸びが「2.5%になっている」として、アメリカの潜在成長力を3.5%にまで引き上げたかのような示唆をしている。しかしそれでも今のアメリカの4%を越える成長率は、「スピード違反」に近いのである。

生産性の測定は、グリーンズパン議長もしばしば認めているように非常に難しい。特にサービス産業のそれは至難である。ましてや、アメリカの生産性がさらに伸びるのか、それとも頭打ちになるのかがわからない現在の時点では、潜在成長力のもう一方のファクターである「労働市場の状況」を見定めることが金融政策を策定する上で極めて重要だというのが今回のグリーンズパン証言のポイントである。彼はその点について

「 In such circumstances, assessing conditions in the labor market can be helpful in forming those judgments. Employment growth has exceeded the growth in working-age population this past year by almost 1/2 percentage point. While somewhat less than the spread between these growth rates over much of the past few years, this excess is still large enough to continue the further tightening of labor markets. It implies that real GDP is growing faster than its potential. 」

と述べている。つまり、労働市場の状況を分析することが「アメリカ経済が過熱しているかどうかを分析する上で役立つ」と言っているのである。そしてグリーンズパン議長によれば、過去1年間について言うとアメリカの雇用の伸びは、労働年齢人口の伸びを約0.5%上回ってきたという。このことは、議長が結語の中でも触れているが、今まで労働市場の周辺の場所にいた労働者までも市場に入ってきて、そうしたセクターの失業率まで大幅に下がるといって事態を招いている。「労働者の枯渇」である。

「過去の例から見て、こうした状況の持続は必ず労働賃金の上昇 インフレになっている」と議長は述べる。つまり、金融市場を見る人間は、今後は失業率の推移、労働賃金の動き、各労働者セクター別の失業率など労働市場の全般的な環境に目を配れば良いということである。Pre-emptive policy making の「予防」の判断のもっとも重要なところをここに置くと言っているのだから、その時点で物価統計が安定していても労働市場の逼迫が進めば「利上げする」と言っているに等しい。逆に、多少物価の動きに不穏なものがあっても、労働市

場の状況が緩和してくれば利上げをしないこともあると言っているわけである。

むろん、グリーンズパン議長は「市場との駆け引き」をその身上とする人だから、その他のファクターが市場に影響を与えるときには、状況判断を機敏にすることになるだろうが、FRBの一番の関心事項（労働市場の環境）が分かったという意味で今回の証言は役立つ。

グリーンズパン証言後のアメリカの金融市場は、ミニトリプル安になるなど市場はやや神経質になっているが、現在の市場環境から見てFRBの利上げはあっても一回一回を時間を置いて、市場の環境を観察しながらのものになるだろう。70年代、80年代の一回上げ始めれば矢継ぎ早な利上げをする……といったものにはならない。市場の利上げ観測を巡る混乱が深まれば、今週の再度の議会証言でグリーンズパンは修正に入ると見る。

グリーンズパンの22日の議会証言は、その言葉の過激さにも関わらず、その証言の大部分をアメリカ経済が達成した「生産性の向上」の分析にあてており、FRBは依然としてアメリカ経済に起きている「例外的な変化」の背景を高く評価しながらの慎重な政策運営を続けると考えられる。

《 declining stock and dollar 》

先週は後半を中心に、株安が世界的な広がりを示した。インフレに対して強い言葉を使ったグリーンズパンの議会証言に対する反応もあって、特に木曜日、金曜日にはほとんどすべての主要株式市場で株価は下落した。

ニューヨークの株式市場の下げ幅は、ダウでみると先週一週間で298ドル88セント（2.6%）。週間でニューヨークの株式が下げたのは、6月21日～25日の一週間以来。逆に言えば、一ヶ月以上の株式相場は上げ続けていたことになる。アジアや欧州でも、株価は先週の後半は全般に下げ局面となった。東京市場も、久しぶりに連日の下げを記録した。

しかし、この下げはそれまでの急激な上げに対する「調整」の域を出ていないと考えられる。日本でも、アメリカでも、そしてアジアやヨーロッパのその他市場でも、先週に至るまで数週間の上げピッチは異常に早かった。世界のお金の流れが、実物よりも流動性の観点から金融資産に向かい、債券買いのチャンスが一巡する中で株式にシフトしていた。

その分だけ、世界の株式相場が「割高」になっているのは確かである。しかし、資金が株式以外に向かい難いのも確かである。世界的にやや割高である点を除けば、世界の株式市場を取り巻く基本的な環境は依然として良好であると考ええる。アジアやヨーロッパの成長力は徐々に高まっている。しかし、企業の収益力や成長力などでアメリカの経済が魅力的であることに変化はない。

市場が懸念している金利についても、本格的で持続的な上昇になる可能性が薄いなかでは、持続的な懸念材料にはならないだろう。数週間にわたる早い上げピッチのあとに、市場が調整に入るのは自然な動きであり、先週後半の下げはその域を出ていないと考えられる。

一方、ドルの下げも目立ってきた。過去一週間でみると、ドルは円に対しては4%、ユーロに対しては3%下落した。いくつかの背景がある。

- 日本、ヨーロッパの成長期待の高まりの中で、資本の流れがアメリカから日本、ヨーロッパに変わってきている。特に最近の日本に対する資金の流れは強かった
- 一方で日本、ヨーロッパからのアメリカ市場への資金の流れは、ニューヨークの株式に対する高値警戒感や金利の先行き上昇見通しなどから止まっている
- アメリカの今年上半期の対外貿易収支赤字が1000億ドルの水準を突破することが確実になる中で、同国の対外収支ポジションへの懸念も強まっている。(サマーズ新財務長官は、この対外収支改善を当面のアメリカ経済の三大課題の一つに挙げている)
- 円についていうと、120円でしばらくドル・円相場の動きを止めた反動で市場センチメントが円高に傾き、その限界を試す動きになっている

などでしょうか。日本とアメリカで同時期に通貨の最高政策責任者が代わったことから、市場がその意志を確かめに行っていることもあるし、その一言一言に市場が注目しているのも確かである。このニュースでも取り上げたが、日米通貨当局間に政策スタンスの違い(アメリカはファンダメンタル重視、日本は相場のレベル重視)が目立つことも、市場の混乱を招いている。

しかし、ドルには下げ余地は依然としてあると思うが、全面安になる可能性は薄いと見たい。アメリカ経済は、グリーンスパンが22日の証言で予想(今年は3.5%~3.75%、来年2.5%~3.0%)した通り、潜在成長力以上かその前後の成長が今後も見込まれる。これらの成長力は、依然として日本や欧州を上回っている。

資金を最後に集める能力の面でも、アメリカの立場は優れているし、依然として金利は他の諸国に比べると高い。ヨーロッパにしる、日本にしる、あまり自国通貨が強くなるとは景気の回復に障害となって困るから、極端な自国通貨高には対抗措置に出ると考えられるし、ドル安が進めばアメリカに対する逆バリでの資金流入もあろう。

当面ドルは下値を試すものの、その後は自律的に反発すると考える。

今週の主なスケジュールは以下の通りです。

7月26日(月)	日本銀行支店長会議 6月の日本の消費動向調査 6月の全国百貨店売上高
7月27日(火)	速見日本銀行総裁講演 ASEAN 拡大外相会議
7月28日(水)	WTO一般理事会 グリーンスパン議長議会証言

7月29日(木)	日本の6月の鉱工業生産速報 ECB理事会 米99年第2四半期GDP速報値 米99年第2四半期雇用コスト
7月30日(金)	6月の日本の失業率 6月の日本の有効求人倍率 6月の日本の住宅着工 6月東京都区部・5月全国消費者物価 6月の日本の家計調査

《 HAVE A NICE WEEK 》

7月も最後の週というわけです。それにしても、この週末は暑かった。朝起きて外を見ただけで、出かける気がしなかった。まあ服装が普段よりはるかに身軽ですから、結局出かけましたが。あと数週間はこの暑さが続くのかと思うと、終日の出勤はなかなか大変そう。まあ夏休みを挟みながらということですよ。

JTBがこの正月の海外旅行プランをY2Kの問題から大幅に制限したことは海外でも大きなニュースになりましたが、日本など先進国はあまり大きな問題はないにせよ、依然として世界160カ国の中では疑問の残る国も多いようです。この週末に米務省が発表した調査では、半数の国に通信、エネルギー供給、運輸などのセクターで「中程度から高程度のリスク」が発生する可能性がある...との調査結果が出ている。

この米務省の調査は名指していないものの、韓国の2000年問題への取り組みが遅れたこと、インドの電力供給システムには危険が潜んでいること、ポーランドも電力供給に問題を抱えていること、ロシアの防衛システムが停止状態になるであろうことなどが予想されているという。

もうそろそろ2000年を迎えるに当たってのアイデアを固める時期ですが、さて読者の皆さんは。毎年夏と年末年始に海外に行っていた私の友人も、「今年の正月はいかない.....」と。さて日本に残って何をするか.....。パーティーなんてのも良いですね。ホテルによっては、大々的なものをやるところもある。知恵の絞りどころというわけです。

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 Email 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》