

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1530号 2000年02月21日(月)

## 《 gradual rise of U.S. interest rates 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 先週発表された物価統計とグリーンズパン証言などによって、当面の米金融政策は「景気減速による先行きインフレ・リスクの顕著な低減までの、小幅な利上げの継続」となる可能性が高まった
2. 米利上げ観測が強い中で、アメリカの株式は先週末の大幅な下げを含めて既にダウで年初から11%ほど調整してきたが、この調整は少し長引く可能性が強まった
3. ムーディーズの日本国債に対する格付け見直し発表は予想されたものであり、市場の反応も98年11月の時に比べれば落ち着いていたが、特に日本の国家財政の先行きに絞って懸念を表明したのが特徴である
4. 米金利が上昇トレンドにあり、日本の財政に対する懸念が高まっている現状では円相場は当面は弱含みに推移しようが、円安が長期化するとは予想できない

米金融政策についての市場の関心事項は、「利上げの幅とそのペース」ですが、先週のグリーンズパン証言、ケリー発言、それに発表された卸売物価、消費者物価を全体として見ると、「一回の上げ幅は0.25%」でそれを「国内経済が巡航速度に落ちるまで続ける」というのが概ねの方針であることが明確になりました。

グリーンズパンのハンフリー・ホーキンス法証言は、

「1999年に4%以上のペースで成長してきたアメリカ経済が大幅に鈍化した兆しは全くない」(冒頭の表現)

「成長を抑えなければ、(雇用市場などでの)不均衡でアメリカ経済の継続的な繁栄は脅かされる」

など強い調子のもので、金曜日の株価急落はこのグリーンズパン証言のトーンの強さを最大の背景としている。先週末に米株式市場はニューヨーク・ダウで2.8%、295.05ドル、NASDAQは3%、137.18ドルの下げを記録した。株がグリーンズパン発言を嫌気したのはもう一つ、この発言の強さとともに「利上げがいつ終わるか」の展望が見えなくなったことと思われる。

グリーンズパンの証言を見ると、「アメリカ経済がインフレを引き起こさないとされる

ペースに鈍化するまで、引き締め姿勢を続ける」(ある市場アナリスト)という見方が当たっているように見える。ではその「着地目標」はどのくらいかという、「3.0~3.5%の成長率」と見られているが、問題はこのレベルまでアメリカ経済がいつ鈍化してくるかが不明な点。数回の利上げが、はっきりしたメドがつかない景気鈍化実現まで続くとなれば、株式市場で利益確定売りが出ても仕方がない。

FRBのケリー理事は、最近のFRBの金利操作が常に0.25%となっていて、大幅に変わらない理由を

- 1) 今は経済情勢の変化が極めて激しいときである
- 2) 従って、政策を間違え、政策が行き過ぎるケースがままある
- 3) そうした時には、最低限の刻みで様子を見ながら金融政策を動かすのが賢明

と述べている。生産性動向などを見ながらと言うことでしょうか。アメリカの場合、物価動向もこうした「段階的手法」を正当化している。先週発表になった米1月の卸売物価は全体が横這い、コアが0.2%低下となった。タバコ価格の下落が指数全体を落ち着かせていた。また週末に発表になった1月の消費者物価(CPI)は、11年ぶりという衣類・衣料価格の大幅な低下が燃料油、ガソリン、その他エネルギー製品価格の上昇を相殺して、全体では過去3ヶ月と同じ0.2%の上昇。米国の物価は依然として全体的には落ち着いている。

なおFRBは先週木曜日に、インフレ圧力の指標としてのCPIの有効性への疑問(上方バイアス懸念など)から、今後FRBの経済見通しで使われるインフレ予測は個人消費支出に対する「chain-weighted price index」を使うと発表した。

「chain-weighted price index」は日銀などでは「連鎖ウエイト物価指数」、単に「連鎖物価指数」「連鎖指数」と訳されている。毎年物価を構成するウエイトを変更することから「連鎖」と名付けられおり、この指数によればアメリカの昨年第四・四半期の上昇率は2.5%、その前の期が1.8%。小売り段階の物価の動きをどの指標で見るかについて、しばらくは伝統的なCPIと「連鎖指数」の二つが注目される状態が続くでしょう。

最近株にしろ物価にしろ、どれを「指標」にすべきか頭を悩ますことが多い。

### 〈 market fear 〉

こうしたFRBの政策運営姿勢に対しては、株式市場では警戒感の高まりが見られる。この警戒感(利上げに対してばかりでなく、楽観論、景気先行き、株価の先行きなどへの)こそ、グリーンスパンが一連の証言や講演を通して市場に伝えようとしてきたものだ。それは金曜日の株価急落(各指数で見ると約3%の下げ)が端的に示している。

問題は昨年一年間の3回に及ぶ「take-back 利上げ」(98年秋の3回におよぶ利下げの取り戻し)を経て、今年から本格的な利上げに入ってきた金融環境の中で、これまで「上げ

続け」の印象が強いニューヨークの株価がどう動くかである。印象にも関わらず、年初来で見るとダウは既に11.1%の下落(去年の高値からは13%)となっており、SP500は同8.4%の下落。一方NASDAQだけが勝ち組の8.4%のアップ。

先週金曜日のニューヨーク・ダウの引値は1万0219.5ドルと、初めて1万ドルを超えた昨年3月29日直後の水準まで戻っている。つまり、ダウで見ればニューヨークの株はほぼ11ヶ月上昇していないということになる。この間にハイテク銘柄4つが入れ替えになっているにもかかわらずです。

株価に対するFRBの姿勢は、その水準については「豊かな情報を持つ投資家が決めているもの」(グリーンスパン)であるとして、例えばそれがバブルであるとか割高であるとかの判断は下さないというのが基本的スタンス。しかし、グリーンスパンは17日の証言で

「Historical evidence suggests that perhaps three to four cents out of every additional dollar of stock market wealth eventually is reflected in increased consumer purchases. The sharp rise in the amount of consumer outlays relative to disposable incomes in recent years, and the corresponding fall in the saving rate, has been consistent with this so-called wealth effect on household purchases. Moreover, higher stock prices, by lowering the cost of equity capital, have helped to support the boom in capital spending.」

と述べて、「株価上昇による資産価格上昇1ドル当たり3~4セントは消費に回る」(いわゆる資産効果 総需要の増大 労働市場の逼迫 インフレ環境の醸成)「株価上昇は株式資本のコストを引き下げ、設備投資支出のブームを演出する」といった形で实体经济への「資産効果」を通じての影響に懸念を表明している。マーケットがこれを、「グリーンスパンによる株式相場上昇に対する敵視姿勢」としてもおかしくない環境である。

一度「上値追い」が難しいとなると、市場は一端は大きく調整する。話が複雑なのは、例えばNASDAQを見ると週末こそ大きく下げたものの、その直前には「高値更新」をしており、調整がこのセクターまでそこまで拡大するかどうかは不明。

よく名の知れたポータルサイトやe-business サイトへのアクセス攻撃(DOS、denial of service)でネットワークに対する信頼感は揺らいだが、市場は「このセクターのビジネスとしての先行きには明るいものがある」と考えているようで、ニューヨーク株価の調整はあるとしても、二極化を孕みながらの「調整」となる可能性が高いように思える。ニューヨーク株価が調整に入った場合には、その程度に大きく依存するものの、日本の株価への影響は当面は「くしゃみ(米) 風邪(日)」ではなく、「風邪 くしゃみ」となると思われる。

### 《 may be cut by Moody's 》

ムーディーズの日本国債の格下げ方向での見直しで一番注目されるのは、

1. 「日本が一大純債権国であることや貯蓄水準が高いことから日本の外貨建て債務への圧力は低い」との見通しから、日本の外貨建て債務のカントリー・シーリング (Aa1) を据え置いた上に、見通しを「ネガティブ」から「安定的」にむしろ引き上げた
2. 政府の信用力と、自国通貨建て債券を発行する国内発行体の信用力の間には、直接的な相関関係がないとみられる」との理由で、「政府の自国通貨建て国債の格付けは、自国通貨建て債券を発行する国内発行体に対する格付けの上限となることはない」との見方の表明

の二点。つまり、引き下げ見直しの対象となるのは、「政府の発行する自国通貨建ての債券」、つまり円建て国債だけである。「自国通貨建て債券を発行する国内発行体」とは、NTT、東京ガス、トヨタ自動車、大日本印刷、東京海上火災の5社で、これら企業の格付けは将来国より高くなる可能性が高いということである。「コーポレート・ジャパン」と「ガバメント・ジャパン」の間での信用格差の二極化とも言える。

ムーディーズは、政府発行円国債の格付け引き下げ見直しの理由として、1) 政府債務の急増 2) 特にGDPに対する公共部門債務が間もなく先進国中で最大になる 2) それを減らそうとすれば成長に打撃を与え、両立(景気回復、財政健全化)は難しいーと指摘。この見方は突飛なものではなく、広く市場が共有しているもので別にムーディーに言われなくても日本が直面する最大の問題であることは明確。市場の受け止め方が静かだったのは、当然といえる。

円は格下げ見直しなどもあり一時111円まで下げたが、今週からはニューヨークの株価の先行き不透明もあって上げに対する調整局面に入るとみたい。日本の対外投資は引き続き盛り上がりの兆しを見せていないし、ニューヨークの金融市場の先行きが不透明になるなかでは、ドルを積極的に買う理由もない。為替市場に混乱を引き起こした債券市場の過去2週間の動揺も収まってきており、ドルが対円で一段と上昇するのは難しいと思われる。

### 《 rising commodity prices 》

先週ここで取り上げた原油価格高騰に関しては、日本の新聞(例えば16日の日経朝刊)でも週半ばに大きく取り上げられる問題となった。国際商品市況が日本の新聞で大きく取り上げられるのは久しぶりで、これはこの間の世界の商品市況低迷を物語っている。

しかしバレル30ドルを超えて世界の関心が集まりつつある原油に関しては、産油国のサイドからも「これ以上の高騰に歯止めを掛ける必要性」に関していくつかの発言が出てきている。

例えばサウジアラビアのナイミ石油相はアジア歴訪中の先週、「サウジとしては原油相場の安定を目指したい」と述べて、韓国のエネルギー相との会談では「バレル20ドルから2

5ドルがその目標」と述べたと伝えられる。サウジが目標とする安定価格については「25ドルから28ドル」という説もあるが、いずれにしても30ドルから上は好ましくないという考え方である。

一方メキシコのテレス・エネルギー相は、「30ドル以下の原油相場を望む」と言明した。メキシコは非石油輸出国機構（OPEC）の大産油国であり、原油価格についてはOPECとそれほど歩調が違っていないことが明らかになった。またベネズエラのロドリゲス石油相は、「市場に深刻な混乱が起きる前に、調整措置を取る時期が来た」と述べている。「調整措置」とは増産を指す。

OPEC、非OPECを問わずバレル30ドルを上回る原油相場に産油国の間で懸念が強いのは、

- 1．原油高騰による代替エネルギーの開発進展
- 2．上がり過ぎによるその後の価格急落

を懸念しているためと見られる。産油各国で目標とする価格帯は異なっているものの、今後1ヶ月以内には増産の幅などと併せて、原油価格の安定に向けた措置が取られると見られる。メキシコのテレス石油相は3月1日にノルウェー石油相と会談し、その後サウジアラビア、ベネズエラの石油相と会談の予定。ノルウェーも増産には賛成していると言われる。

既にアメリカではガソリン価格や燃料価格が高騰して、今回の原油価格の高騰は政治問題と化しつつある。戦略備蓄を放出すべしとの意見も議会から出ており、クリントン大統領も、「選択肢ではある」と述べているが、その前にOPECに圧力をかけて価格高騰に歯止めを掛けようとの意見もある。一部の報道によれば、湾岸の一部諸国は既に石油増産体制に入っていると言われており、OPECの正式増産表明があれば原油価格の高騰には一応の歯止めがかかる見通しである。

21日朝のブルームバーグのニュースによれば、OPEC高官は3月下旬には原油価格はバレル25ドルになるだろう、との見通しを明らかにしている。

ただし今回の商品市況の高騰は、原油だけにとどまらず商品市況全般が上がっているのが特徴。プラチナ、パラジウムなど希少金属も特に今年に入って上げ足を早めている。問題は、原油の上昇に先導されて上がってきたこうした商品市況全体が仮に原油反落の場合、歩調を合わせて下げに転じるかである。

世界経済が全体的に回復基調に入らないうちで、商品全般への需要が全体に高まっているのは確かである。そこに株式市場などで膨らんだ資金が流れ込んで現在の商品市況ブームを作っている。市場規模の差（ニューヨークの株の市場規模は13兆ドル前後、対して原油高騰を演出したニューヨーク・マーカンタイル取引所の契約残高は160億ドル）は歴然としていて、こうした資金移動が続く限りは生産国の多少の増産でも商品市況の堅調な展開は続くとも

考えられる。

#### 今週のスケジュール

2月21日(月)	12月産業活動指数 米国市場休場(プレジデントデー)
2月22日(火)	ベンチャーエキスポ(マイドーム大阪)
2月23日(水)	自民税調が東京都の外形標準課税導入に関する党見解と りまとめ グリーンспанFRB議長議会証言
2月24日(木)	1月大型小売店販売・(同)商業販売 日銀金融政策決定会合 米1月耐久財受注
2月25日(金)	1月全国消費者物価 2月東京都区部消費者物価 米99年第4・四半期GDP改定値発表 米1月中古住宅販売

#### 《 have a nice week 》

「関東地方では平野部で5~10センチ、山間部では20~40センチ」というのが気象庁の日曜日の天候に対する予想でした。であるがゆえに「家」にとどまったヒトが多かったのではないのでしょうか。入試を予定していた大学も、時間を事前にずらした。

しかし、実際には雪は余り降らなかったようで、高円寺でもついぞ雪はみませんでした。完全な空振り。気象庁も謝ったそうですが、ちょっと大きな予測ミスでしたね。まあこれから3月上旬が一番雪が降りやすい。今年は全体に温かいし、雪が降るチャンスはあるでしょう。別に期待しているわけではありませんが。

日照時間は長くなりましたが、まだまだ寒い。風邪やインフルエンザにはお気をつけあれ。

《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》