

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1583号 2001年03月26日(月)

《 more rate cuts worldwide 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 先週の日米に続き今週は ECB の利下げが予想されるなど、世界経済は全体を鳥瞰しても「利下げモード」になってきた。今後世界の債券相場は一段と上昇し、低利回りを追うことになる。OPEC の産油量削減にも関わらず原油相場はバレル 20ドル台に下落しており、世界経済全体を覆う「物価下落圧力」(デフレ圧力)は強い。
2. 日米の金融緩和を比較すると、効果は別として措置として予想以上の内容だったのは日銀の量的緩和だった。景気判断のミスへの後悔もあっただろうし、「今動けるのは自分たちだけ」という危機感もあったのだろう。日銀は「すべきだ」と言われていたメニューを19日の発表でほぼ全て揃えて来た。日銀がその発表声明の中で政府や産業界に要請している「不良債権問題の解決を始め、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展」は日本経済の立ち直しには不可欠なものである。しかし、今の日本の政治情勢でこれがどの程度進むかは極めて怪しい。
3. アメリカの利下げは筆者の予想通り 0.5%にとどまったが、これは 0.25%の利下げ幅の上下で解決するほど今のアメリカ経済の置かれている状況は簡単ではない、という判断が FRB のサイドにあったためと思われる。設備は過剰だし、消費者は歴史的に見ても高い債務水準にある。アメリカの景気が力強さを取り戻すためには「時間」が必要であり、「V」は既になく「U」でも下辺が長い鍋のような「U」だと FRB も覚悟したと思われる。ニューヨーク株式市場の反応はやや悲観論が過ぎている印象があり反発局面も予想されるが、基調は今後も弱いだらう。
4. 日本の政局は今まで本命・対抗の構図だった野中・小泉両氏がともに派内分裂、党の分裂を避ける意味で後継総裁選挙出馬に消極的になる中で、ますます先が読めない状況となっている。政局が安定しない中では、政治の強い指導力で日本の構造改革が進むとは予想しがたい。結局は引き続き大きなシナリオなしで、個々の企業や、各省庁の個別措置の積み重ねが連続して出来るかがポイントとなる。株式市場は、こうした動きが続く限りはしっかりと推移する可能性が高いが、グ

ランドデザインがないだけに、息切れの危険性もある。また日本の一番の弱点は、少し株式市場の機嫌が良くなると、改革への最初の決意、意気込みがとたんに忘れ去られることにある。

5. ドルは120円台の半ばに達したことから、急騰の可能性よりは時に急落の危険性をはらみながら、しばらくは120円台の半ば中心に変動するものと思慮される。ただし、円が持続的な上昇基調に乗るには環境として整っておらず、ドルの地合はそれほど崩れないと思われる。

日米の利下げは先週のレポートが出た直ぐ後で、時間が経過しましたから簡単に振り返りますが、内容は日銀の措置が予想よりかなり思い切ったものであったのに対して、FOMCのそれは利下げ幅も含めて私の予想の範囲を出るものではなかった。

日銀の利下げはいわば「捨て身」でしょう。一つは、自らの景気判断ミスに対する後悔があり、そしてもう一つは、本来外科手術（構造改革）の痛みを緩和する麻酔役である金融政策のカードを先に切らねばならないという政治状況に対する。「捨て身」だからこそ、今まで消極的だった「実験的」な措置にもかなり深く踏み込んだ。しかし皮肉なことに、そしてある意味では本来そうあるべきなのですが、日本の株価を押し上げたのは日銀の措置そのものではなく、銀行の赤字決算覚悟の不良債権処理の促進措置だったり、政府の同問題に対する取り組みへの期待買이었다。

日銀の2月28日の声明と、3月19日の声明を読み比べてみれば、今回日銀が一連の措置を打ち出すに当たっていかに「捨て身」だったかは明確である。

2月28日の声明5

「5.日本経済の持続的な回復を確実なものとするためには、金融システム面や経済・産業面での構造改革が不可欠の条件である。日本銀行としては、各方面における構造改革に向けた取り組みが一層速やかに進展することを強く期待している。」

3月19日の声明5

「5.今回の措置が持つ金融緩和効果が十分に発揮され、そのことを通じて日本経済の持続的な成長軌道への復帰が実現されるためには、不良債権問題の解決を始め、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展が不可欠の条件である。もとより、構造改革は痛みの伴うプロセスであるが、そうした痛みを乗り越えて改革を進めない限り、生産性の向上と持続的な経済成長の確保は期し難い。日本銀行としては、構造改革に向けた国民の明確な意思と政府の強力なリーダーシップの下で、各方面における抜本的な取り組みが速やかに進展することを強く期待している。」

3月19日の声明の方がより具体的であり、明らかに日銀として他の経済主体に対する

気持ち、期待が入っている。「～～ない限り、～～期し難い」という文章があったり、「構造改革に向けた国民の明確な意思と政府の強力なリーダーシップの下で、各方面における抜本的な取り組みが速やかに進展することを強く期待」と言って、自ら以外の行動主体の行動を強く求めている。懇請に近い。それだけ、追い込まれていたということでしょう。

実際のところ日銀が先週の金融政策決定会合で用意した以下の四つの措置は金融政策フルメンバーと言った形で、あと運用面でかなり緩和の度合いを調整できるという意味では出尽くしに近い措置である。

(1) 金融市場調節の操作目標の変更

金融市場調節に当たり、主たる操作目標を、これまでの無担保コールレート（オーバーナイト物）から、日本銀行当座預金残高に変更する。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）の変動は、日本銀行による潤沢な資金供給と補完貸付制度による金利上限のもとで、市場に委ねられることになる。

(2) 実施期間の目処として消費者物価を採用

新しい金融市場調節方式は、消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続することとする。

(3) 日本銀行当座預金残高の増額と市場金利の一段の低下

当面、日本銀行当座預金残高を、5兆円程度に増額する（最近の残高4兆円強から1兆円程度積み増し<別添>）。この結果、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、これまでの誘導目標である0.15%からさらに大きく低下し、通常はゼロ%近辺で推移するものと予想される。

(4) 長期国債の買い入れ増額

日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、現在、月4千億円ペースで行っている長期国債の買い入れを増額する。ただし、日本銀行が保有する長期国債の残高（支配玉<現先売買を調整した実質保有分>ベース）は、銀行券発行残高を上限とする。

《 Greenspan reacted cool 》

これに対して、市場に対してクールに対応したのがグリーンズパンFRBだったと言える。市場の「0.75%利下げ」の要請に対して、筆者が予想したとおり0.5%の下げで応じた。株式市場は情け容赦ない売りでこの利下げ幅を迎えたが、では0.75%の利下げ幅だったら火曜日のFOMCのあとニューヨーク株価が持続的な反発局面に入ったかという極めて怪しい。ニューヨークの株が下がっているのは、企業の業績悪化や経済の回復パターンとしては「Vは無理」との認識が高まったからだ。0.25%の差が「U」ではなく「V」の米景気回復をもたらすことが出来たと考えるのは、金融政策の過大評価である。

恐らくグリーンSPANは90年代から2000年代の初めにかけての「設備過剰状態の発生」に対して、「アメリカ経済の底入れには時間がかかる」と判断したのでしょう。声明の中には、その判断を伺わせる文章がある。3月20日のFOMCの声明分は以下だが

「The Federal Open Market Committee at its meeting today decided to lower its target for the federal funds rate by 50 basis points to 5 percent. In a related action, the Board of Governors approved a 50 basis point reduction in the discount rate to 4-1/2 percent.

Persistent pressures on profit margins are restraining investment spending and, through declines in equity wealth, consumption. The associated backup in inventories has induced a rapid response in manufacturing output and, with spending having firmed a bit since last year, inventory adjustment appears to be well underway.

Although current developments do not appear to have materially diminished the prospects for long-term growth in productivity, excess productive capacity has emerged recently. The possibility that this excess could continue for some time and the potential for weakness in global economic conditions suggest substantial risks that demand and production could remain soft. In these circumstances, when the economic situation could be evolving rapidly, the Federal Reserve will need to monitor developments closely.

The Committee continues to believe that against the background of its long-run goals of price stability and sustainable economic growth and of the information currently available, the risks are weighted mainly toward conditions that may generate economic weakness in the foreseeable future.

In taking the discount rate action, the Federal Reserve Board approved requests submitted by the Boards of Directors of all twelve Reserve Banks.

(下線は筆者)

下線の部分は「過剰設備の発生と、この過剰が暫く続く可能性」に触れている。と言うことは、FRB自ら金融政策の限界を認めていることになる。なぜなら、金融緩和政策が景気に対して直ちに有効性を持つのは、そもそも需要は強くてその需要が金利の高さ故に抑制されている場合である。しかし、今回はそうではないとFRBは言っている。米GDPの

7割弱を占める個人消費にしる、消費者の景気信頼感が低く、かつ客観的に見ても米家計の消費者信用残高が年間可処分所得の20%の越えているような状況では、「excess」の処理には時間がかかると考えるのが自然である。

だとしたら、市場の機嫌をとって0.75%の利下げをして「FRBの無力」を喧伝するのは無駄だと考えるのが自然であると筆者は考えたし、グリーンSPANもそう思っただと思う。それよりは、「In these circumstances, when the economic situation could be evolving rapidly, the Federal Reserve will need to monitor developments closely.」と述べて、今の経済の全般的な変化の素早さを口実に、「次回5月15日のFOMC以前の緊急利下げ」の可能性を示唆しておいた方が良く考えたのでしよう。

これは当たっていると思う。ニューヨークの株価もさすがに先週末は動揺から立ち直りつつあるが、多分グリーンSPANが待っていたのはこの「市場の落ち着き」だろう。それは株価が今以上に落ちないということの意味するものではないが、少なくとも「自ら適正な水準を見つけよう」ということへのインセンティブにはなる。

多分日銀の緩和策発表に際してのやや熱い声明と、米FOMCのややクールな声明はともに、日米両国経済の実態に合致している。ともに、今の経済の下での金融政策の限界に基づく判断である。

《 Bush is more willing to intervene 》

私が日米の金融政策決定会合より重要と指摘して日米首脳会談は、「まだ踏ん切り切り切れていない」という印象は残しながらも、非常に根深いところでレッセフェールと冷戦哲学を持っている共和党政権としてはある程度思い切った声明を出して終わった。昨年12月01日のリンゼー・スピーチを見るまでもなく、本来だったらクリントン政権とブッシュ政権の差は極めて大きい。ロシア外交官の大量国外退去命令も共和党政権の面目躍如の面が強いのですが、こと対日政策ではブッシュはクリントン方式と伝統的共和党方式の中間を取らざるをえなかった。なぜなら、いわゆる「日本問題」がアメリカの市場を脅かしているかのような印象が強まったからである。

声明は次の一点において重要である。

「(森喜朗総理大臣とジョージ・W・ブッシュ大統領による共同声明から)両首脳は、日本と米国が合わせて世界経済の約40%を占めることに留意し、両国及び世界全体の繁栄を促進するために協力することの重要性を再確認した。両首脳は、両国経済が直面する諸課題に対処することの必要性を認識した。総理大臣は、引き続き適切な経済政策を遂行するとともに、企業債務及び不良債権の問題に効果的に対処することを含め、日本経済の再生及び金融システムの強化のための構造改革及び規制改革を精力的に促進する決意を改めて述べた。」

恐らくクリントン時代と違う点は、クリントン時代だったらこのあとにもっと具体的に日本のやるべき事が列記された可能性もあったが、ブッシュ政権下では日米当局者間で話したかもしれないが、声明には無論のこと盛り込まれなかった。であるが故に、日本国内の議論はまたしても迷走を始めている面があるが、いずれにしてもこれはブッシュ流と言えるものだ。首脳二人だけの最初の会談の際には「(ブッシュは)経済は持ち出ない」と日本側は読んでいたそうだが、これは悠長な情勢分析しか日本サイドがしていなかった証拠である。ブッシュの父親は、景況悪化の中で大統領の座をクリントンに奪われた。ブッシュ・ジュニアがその総括をしていないわけがない。

これは先週も書いたが、今後の日本市場はブッシュの市場への関わりが増えることで安心感を強めるだろう。先週の日本の株式市場の上げも、日本の不良債権などの諸問題に「ブッシュ=米大統領が絡んできた」ことへの安心感がある。しかし、恐らく伝統的共和党员であるブッシュはそのことに気づいていない。この点に対する認識が今度どう変わるかは世界の市場の先行きを考える上で非常に重要である。

もちろん、だからといって日本の政治が日米声明故に直ちに大きく前に動けるわけではない。日曜日夜のNHKの経済危機に関する番組を見たが、個々の大臣は良いことを言っている、それを着実に実行に移せる人はまだ出てきていない。さらに言えば、これまで本命・対抗の関係にあった野中・小泉の両氏がともに後継総裁選から下りる可能性が強くなったという。ますます次の日本の総理大臣が誰になるか不明な状態である。日本は一段と「頭のない国」になりつつある。

国民の政党不信は、千葉県知事選挙でも如実に示された。告示2週間前になって勝手連に担がれた堂本さんが、自民であろうが民主であろうが政党推薦の候補を退けて当選した。ということは、日本はいま自民党ばかりでなく、「政党政治全体の危機」の時代に入っていると言える。長野、栃木ときて、保守王国と言われた千葉で無党派が勝利した。民主・社民と無党派が別個に候補者を立てたにもかかわらず自民党は勝てなかった。このままでいけば、直接選挙の知事など地方公共団体のトップは政党の支持から離れた「無所属」になるのに、国政選挙では「比例代表」などで無理矢理政党に国会議員が縛られるという酷いねじれ現象が生ずる可能性が高い。

ということは、日本の政治全体が今後著しいねじれ現象を起こす可能性があるということである。この「ねじれ」が結局は政治の活力回復につながるのか、いっそう閉息感が強まるのかは不明。また、無党派の風に乗った県知事が本当に十分な仕事ができるかどうかは、石原さんの前の東京都知事の例でも確信できないが、それでも政党の候補者は忌避されるという現象が進行している。ということは今の日本の政治状況は、日銀が欲する「政治の強いリーダーシップ」環境が出来ると期待するのは難しいということになる。

今週の主な予定は次の通りです。

3月26日(月)	米2月新築・中古住宅販売
3月27日(火)	2月商業販売・大型小売店販売 米2月耐久財受注 米3月コンファレンスボード消費者信頼感指数 米FRB議長講演
3月28日(水)	米2月住宅完工
3月29日(木)	2月鉱工業生産 米10-12月GDP確定値 米10-12月企業収益確定値 ECB定例理事会
3月30日(金)	3月東京都区部・2月全国消費者物価指数 2月完全失業率・有効求人倍率 2月勤労者世帯家計調査 2月住宅着工・建築着工 米2月個人所得・支出 米3月ミシガン大学消費者態度指数 米3月シカゴ購買部協会指数

オニール米財務長官が「引き続き強いドルを支持する。その政策を変更するときには、ヤンキー・スタジアムを借り切って華々しく発表する」と言っているにもかかわらず、アメリカが公に「円安容認」政策を打ち出すことはないでしょう。今の景気情勢の下では、米政府はあらゆる景気悪化要因に神経質にならざるを得ない。資本を入れる意味でも「弱いドル」を言い出すわけにはいかないが、現時点でドルの140円、150円への上昇にはアメリカも神経質になると考えます。円のその後の急騰を避けるためにも、ドル・円相場は120円台の半ばでしばらくもむのが妥当で、実際にその可能性が高いと考えます。ただし、今までは上方圧力が強かったのですが、今後はドルが下方圧力に直面することも多くなるでしょう。

ECBは利下げに踏み切るものと考えます。先週はEU12カ国の鉱工業生産が1月に前月比1.9%減少したこと、さらにヨーロッパ経済の中心を成す旧西ドイツ部分の景況心理を指数化しているIFO産業心理指数(ビジネス・センチメント指数)が2月は94.9と1月の97.5から大幅に下落したことなどが発表された。市場の予想は、低下しても97前後というものだった。

この結果、欧州全体で株安、ユーロ安が進行した。26日朝のユーロ相場を見ると、1ユーロ=89米セント弱と落ちてきている。ここでもドルが強くなってきているわけだが、インフレ圧力が強くない中ではECBの利下げの妨げにはならないと思います。ヨーロッパ諸国にとっては、先週一週間に大きく進んだ株安も懸念材料です。

《 have a nice week 》

今週末は中国・四国を襲った地震がなんと言っても一番のニュースでした。私も、尾道とか、広島、今治、松山には知り合いが多い。今年年明け早々に行ったところばかり。石井さんや、安保さんは、丸田君や村上君は……今治の造船所の方々は、そして瀬戸内の船会社の方々は、そして広島の自動車会社の方々は……と心配になった。地震と聞いて、名前が次々と思い浮かんだ。「大丈夫かいな……」と。

何人かには電話もしました。しばらくして落ち着いたところで。繋がらなかった人も多かったのですが、土曜日に通じた松山の丸田君によると中国地方出身の彼にしても、記憶にないほど強い地震だったとのこと。たまたまこの週末に彼の奥さん（東京）が来る予定になっていたのが、岡山で足止めになって、結局東京にそのまま戻ったそうです。可哀想に。

尾道の石井さんにも電話しましたが、こちらは通じなかった。丸田君によると、松山では地震の直後には携帯電話もつながりにくい状態になったという。手動のラジオでも買っておきますか。同じような地震が東京で起きたら大混乱ですな。村上君からは伝言に対する折り返しとして月曜日の朝に電話をもらいましたが、今朝も余震が二つほどあったそうです。

私は一つ尾道の方々が作っているメーリング・リストに入っているのですが、そこには地震、その後の余震に関する情報が結構個人的レベルの体験として投稿されている。嫁さんの実家のガラスが全部割れた……とか。あの地方の方々が直面している問題や不安感が伝わってきます。早いところ余震も収まって欲しいものです。

それでは、皆様には良い一週間を。

《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》