

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1587号 2001年04月23日(月)

《 eventful 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 今週は24日の自民党総裁選挙、26日のECB理事会、そして週末のワシントンでのG7など相場環境に影響を与える可能性のあるイベントが目白押しである。しかし一番展望しにくい筈だった自民党総裁選挙は、予備選挙の票が開き始めたところで大勢が決するという予想外の展開となっている
2. 自民党総裁選挙の展開は、圧倒的な「小泉候補有利」。政治のプロと言われる人ほど予測を間違えたと言える。最近の県知事選挙と併せて言えることは、日本の政治における、特にトップを選ぶ際の「中抜き現象」である。しかし、実際の政策発動、法律作成では「中」(議会、政党や派閥、政治の仲介屋)が依然として大きな力を持つ。小泉総裁が最終的に選ばれても、この「中」をどう動かせるかが重要なポイントとなるが、同候補にとってはしばらくは国民もマスコミもエールを送りそうなのが力である。株式市場や為替市場、それに債券市場にとってはとりあえず「positive shock」となるだろう。
3. ECBはこれまで金利引き下げを求める声を無視する形で利下げを見送ってきている。今週可能性のあるシナリオはG7を控えて予想外の利下げをし、それでG7に臨むというもの。しかし、週末の蔵相会議で示されたようにヨーロッパの当局者の間では景気の先行きに関して見方が分かれており、また口蹄疫や狂牛病の関係で物価情勢も見通し難で、必ずしも利下げが行われる蓋然性は高くない
4. 週末のワシントンG7は、大枠では2月下旬の前回(パレルモG7)での世界経済認識、対日認識を踏襲する可能性が大である。為替相場に関する表記も変わらないだろう。この週末にオニール米財務長官がドル高を支持する発言をしているが意図は見え見えであり、これで直ちにドル高基調に戻ることはない。今週の為替相場は、日本の新政権の政策やそれに対する市場の反応を見ながら全般は120円台の前半で推移するのではないかと。しかし、圧力がかかるとしたらドルに対する下方圧力で、120円を切る可能性もある
5. 先週のFOMCの利下げは市場の意表をつくもので、「positive shock」の代表的な例だが、おおかたの見方と違って筆者は「年初来4ヶ月で4回の利下げ」は、中央

銀行の「prudence」のルールから言ってもかなり足早な利下げだったと思慮する。今回の利下げは、5月15日の次回FOMCからの前借りの面もあり、必ずしも今後とも今までのペースで利下げがあるとは予想しない。5月見送りの可能性もあると見ている

まず週末の為替関係に関するニュースと言えば、オニール米財務長官のCNBCとのインタビュー発言だろう。CNBCのサイト

(<http://www.msnbc.com/p/cnbc/562205.asp?bt=cnbc>)から発言に関する記事から採取すると次のようになる。このサイトにはビデオも用意されている。彼の喋るときの表情もみられるのでご覧になればよいのですが、彼は以下のように発言している。

(TALKS UP THE DOLLAR)

O'Neill reiterated the government longstanding stance on the U.S. currency versus the Japanese yen and the euro. "I am for a strong dollar," O'Neill said. "We have a strong dollar. We have an economy that deserves a strong dollar."

Asked if he would tolerate a further weakening of the Japanese currency to 130 or 140 yen against the dollar, from current levels around 122 yen, O'Neill said: "I don't think it's a question of tolerance.

"My hope for Japan is that they will take the actions which have been clear for last 10 years that are necessary for them to be an important engine of economic growth for the world."

「強いドルに賛成であり、事実アメリカはその経済に相応しい強いドルを持っている」と言った後で、「130円や140円を我慢するか」と聞かれたのに対して、I don't think it's a question of tolerance. と答えている。この部分をどう取るかが重要になるが、ここは「我慢とかそういう話ではない」「そんなことにはならないようにすべきだ」「聞かれても困るような話だ」という意味でしょう。このニュースで繰り返し指摘しているように、「彼の言う強いドル」は現在のアメリカ経済の環境では130円以上のドル高を意味しない。オニール長官は日本に関してさらに以下のように述べている。

(PRODS JAPAN)

O'Neill told CNBC he hoped Japan would take speedy action to clear up a problem of excess bad loans in its banking system so that it can become an engine of global growth.

"By nature I am an impatient person. Nothing is ever fast enough for me. . . I would like to see quicker action," O'Neill said, referring to Japan's economic woes that he suggested could be solved through stronger political will and greater openness to trade.

"I think that will solve all the problems of slow growth in Japan if it joins the rest of the world in a very competitive economy. They have the ability to respond and I think it is a political problem not an economic one," he said.

つまり、日本の不良債権処理にしろ改革のペースは遅い、「より強い政治的意思が必要」と言っているわけである。恐らく、この発言はワシントンでのG7での対日認識の基調になるでしょう。24日に誕生する日本の新政権に対するメッセージとしても、「日本は不良債権処理などで改革を急ぐべきだ」という認識が改めて示されるだろう。その意味では、小泉政権の誕生はG7にとっても歓迎できるはずだ。もっとも日本がこのG7に蔵相として誰を送るかは全く不明である。

日本サイドの発言を見ると、先週日本円が円高トレンドとなって120円を割りそうな状況が生まれた段階で日本の宮沢財務大臣は、「円の動きを注視している」と発言した。先週号で述べたとおり、今日米が両方とも居心地がよいと感じるドル・円のレベルは120円台の半ばである。それが120円を切りそうになったので宮沢蔵相は焦ってあの発言となった。ただし、今週予定されている一連のイベントを見ると、円には上方バイアス(円高圧力)にはかかりやすくなると見るのが妥当である。構造改革の進展を期待した海外からの資金が入ってくる可能性が高いため、120円切れもあるかもしれない。これが株価の上昇を伴った円高だったら、日本の許容範囲も広がる。ただし相場変動の主軸は120円の前半だと見る。

前回2月のG7における為替に関する記述は以下の通りだった。

4. We discussed developments in our exchange and financial markets. We reiterated our view that exchange rates among major currencies should reflect economic fundamentals. We will continue to monitor developments closely and to cooperate in exchange markets as appropriate.

定番の書き方で、今回のG7の為替に関する声明もこれから大きく出ることはないだろう。これ以上の書き方をするのは、関係各国にとって極めて難しい。従って、相場のレベルについて言及することはないと考えられる。

アメリカは成長回復に最大限の努力と強調できる体制を整えたのに対して、日本はあと

「構造改革」「財政出動」くらいしかカードがないが、新総裁 総理になりそうな小泉候補は「構造改革なくして景気回復なし」という姿勢であり、もしかしたらG7は声明の中で新政権（そのときは出来ている）への期待を表明するかもしれない。

《 surprising but encouraging 》

自民党の次期総裁を選ぶ選挙は、141票のいわゆる「地方票」の開票が続いている。大方の予想を遙かに上回って「小泉候補」の得票が多いようで、月曜日朝の段階では23都道府県で票が開いて、全69票のうち59票を小泉候補が押さえた。あとは、橋本候補が7票、亀井候補が3票、麻生候補0票。小泉候補は、予備選で決まる141票のうち、今の勢いだと110票くらいを取りそうである。

こうした情勢を受けて橋本派の中からも「本選挙の第一回投票はやるにしても、決選投票は辞退すべきだ」という声が起きている。大勢として、「構造改革なくして景気回復なし」と4候補の中で唯一構造改革を前面に押し立てた小泉候補が「総裁 総理」の道をひた走っている。

今回の選挙について言えば、いわゆる「政治のプロ」「日本の政治を知っている」と呼ばれる人ほど「橋本派有利」という判断だった。しかし、こうした見方は、もろくも外れた。「地方議員や職域支部は系列の国会議員の意向に従うのが当然」と思われていた今回の選挙でも、橋本候補に票が集まらずに小泉氏に多数が渡ったのはそれだけ「現状打破」の空気が自民黨員の間でも強かったのだろう。橋本さんには前回の失政もあって最後まで支持が広まらなかった個人的理由はあっただろうが、もっと構造的な問題のような気がする。

一見おかしな点もある。自民党の黨員・党友は237万人と言われている。日本の人口1億2469万人から見れば2%。その国民の2%が選ぶ141票の帰趨が新しい日本の総理大臣を決めている。これに対して、国会議員は少なくとも有権者は全員が投票する資格があるなかでの選挙結果で選ばれてきた。普通なら、国会議員の票の方が重いはずで、事実今回の自民党の総裁選挙における票の配分も、国会議員に対して重い。

しかし今回の自民党総裁選挙に限って言えば、マスコミも国民も2%の自民黨員・党友票の出方を「より国民の意思に近い」と考えた。橋本派さえもその意向に従おうとしているのは（土曜日の野中さんの発言などを聞くと）彼らもそれを認めているということだろう。ではなぜ自民党の国会議員の票より全国民の2%に過ぎない自民黨員の票の方が重いのか。その方が「国民の意思に近い」と見なされるに至ったのか。

たぶんその理由は、

1. 自民黨員・党友であろうと237万人の国民が4人の候補者の中から直接選んでいる
2. 国会議員経由の総裁選び（間接選挙）に対する失望が強く、黨員・党友の投票を国民の投票と擬制している

3. それ以上に、議員の固まりとしての派閥への不信が強い

などだろう。恐らく自民党の一部には、「黨員・党友の投票を必要以上に美化したマスコミのせい」という見方が出てくるだろう。しかし流れは「より直接の選挙を」という方向にあって、そこでは小泉候補支持の力が強かったと言うことだ。県知事レベルで出ていた傾向が、黨員・党友選挙でも出てきたということだろう。

筆者はこれを(トップ選出の際の)「日本の政治の中抜き現象」と呼びたい。つまり、選挙民と最終的に選ばれる人の中間にあった政党、派閥、強いて言えば国会議員をパスして「次の総理・総裁はこの人」という判断を投票者が意思表示し、それに誰も異議が出せなかった。県知事レベルでも、政党はパスされる存在だった。小泉総裁・総理の登場は、多分これは日本の政界再編成のきっかけになるのではないだろうか。それぞれの派とか党とかを越えた再編である。日本で一番遅れていた政治も動き出したかのように見える。

ただし、トップを選ぶ段階では「中抜き」が進行しても、政策の実施、法律改正などでは「中」が果たしている役割は大きい。行政改革にしても、構造改革にしても選挙でトップを選ぶほど単線作業ではない。中抜きで選ばれたトップがその意志を貫き通すには難しい局面もあることが予想され、新総理はその手腕を問われることになる。ただし、期限付きだろうが小泉氏には国民とマスコミの支援が期待できる点は指摘しておきたい。

今回の自民党総裁選挙で示された意思と、それがもたらすインプリケーションは以下の通りである。

1. 今まで自民党の政策の受益者と見られている黨員・党友にしても、公共投資中心の従来型の自民党政策では展望をもてないと判断した
2. 少なくとも党の看板と政策の重点の変更が必要だと思慮し、彼らは従来のしがらみを切って小泉候補に予想以上の票を投じた
3. 日本の経済政策のポイントは、財政出動の余地減少もあって従来の財政出動中心スタイルから離れていく可能性が大きい
4. 構造改革はある意味で今までの「既得権益構造」の破壊を意味するから、かなりの力仕事になり、長い時間が必要である
5. その間は、金融、財政、構造調整の各政策の相互補完が重要になり、この相互補完がうまくいかないとせつかくの路線変更が政治的バックラッシュ(反動)を引き起こす可能性がある

といったところでしょうか。筆者は小泉候補の勝利はしばらくの間、株式市場、債券市場、為替市場に「positive shock」になると考える。特に株式市場は「小泉人気」をはやすかもしれない。債券市場には、構造改革にもっとも熱心で財政に言及しなかった小泉氏の登場で相場押し戻し要因となろう。

《 positive shock 》

18日に発表になった電話会議でのFOMC利下げに関しては、既に私のネットサイトをご覧の方や、メールでこのニュースを受信している方々にはお伝えしたが、改めて筆者の見方を記すと以下の通りである。

1. 今回の利下げは、市場が「もう3月、5月の各正式FOMCの間の利下げはない」と判断して off guard になった時点での利下げであり、言ってみれば「positive shock」を狙ったもの。その狙いは当たった。企業や消費者のセンチメントはやや上昇したと思われるし、株価も上がり、FEDに対する評価も上がった
2. 今回のFOMCの声明にはいくつかの点で特徴がある。一つは「緊急」と呼ばれる利下げをしているにせよ、アメリカ経済の強さの部分も十分なスペースと中身を持って説明している点。具体的には第二パラで、3月15日の前回正式FOMC以降に得られた情報として a) 過剰在庫の大幅削減がかなり進展したと見られること b) 消費と住宅支出が最近頭打ち傾向を示しているとはいえ、十分強い水準を保っていること c) 第一四半期に恐らく落ちたと思われる生産性に関しても、この数年間に進展した基調的生産性の向上傾向は概ね持続していると思われることの三点である
3. 一方で利下げに踏み切った理由として a) 設備投資が引き続き弱くなってきており、現在進行中の、そして今後も続く見通しの企業利益率の低下、加えての景気先行き不安感の増大を前提とすると、今後も米企業の設備投資は押さえられる可能性が高い b) 設備投資抑制に加えて、先頃までの株価下落に伴う富喪失の消費に対する悪影響、それに海外諸国経済の低成長持続のリスクにより、アメリカの経済活動の水準は受容しがたいほど弱い水準にとどまってしまう危険性があることの二点を挙げている
4. 「この正式FOMCに挟まれた長い」(this extended intermeeting period) 時期に「利下げをする根拠はある」(an adjustment in the stance of policy is warranted) と判断、予見しうる将来における米経済が抱えるリスクに関しては依然として「景気後退にある」とした

この声明を読んでいて分かるのは、FEDは米経済への認識として一時のどこで止まるか分からない急減速期は脱して、ある程度安定期に入っていると見ているのではないかと、いう点である。しかしその安定はアメリカの3.5とか4.4%に上がったと言われる潜在成長力のレベルを大幅に下回っていて受容しがたいほど弱い(unacceptably weak)し、蓋然性としても下振れリスクが高い。であるが故に、FEDはアメリカの成長率を上げるため、誰もが予想しない時期に緊急利下げをして経済にポジティブ・ショックを与えること

にした、ということだ。

ではこの三つに今回の利下げは効くだろうか。「設備投資で見た企業活動の現在の低迷、そして今後の低迷見通し」にはそれほど特効薬になるとは思えない。「在庫調整はかなり進展した」という認識だから、企業が新たな投資をする際に金利が安いのは良いし、金利の低下によって株式市場を通じた資金調達が容易になるのも企業にとっては歓迎だろう。

しかし、今のアメリカ企業の設備投資抑制には、従来の IT 的ビジネスモデルに対する一種の不信もあると思う。といって新しいビジネス・モデルを考案できたわけではない。企業は、何をねらって次に何に投資すれば良いのか迷っているはずだ。よって投資案件が既にあるにあって、金利が低くなるのを待ちかまえているという状況ではない。従って、ある程度効くかもしれないが、「特効薬」というほどでもない。

「株価下落による逆資産効果」への対抗薬としての利下げは、株価引き上げと消費者の confidence 引き上げの両方の効果を期待していると思われる。前者は実際に「米株価の底入れ期待」を強めるという意味では価値があり、事実株価は上がった。しかし、肝心の株価表像母体の企業業績は悪化しているの、この方の改善が持続の鍵である。消費者の心理は、「FED はやれることはやっている」というものに变化するかもしれない。市場もそうみるだろう。「behind the curve」批判 (FRB の措置は景気動向から送れている) という市場の批判にも強力な反撃材料となる。

アメリカの利下げは、「海外経済の低成長」の救助に役立つだろうか。円は 120 円台の前半に上がった (円高になった)。「海外」が主に日本を指すとしたら、米利下げの円高効果は、日本経済には歓迎せざる通貨高を呼ぶという意味ではマイナスである。しかし、米国経済が強さを取り戻してくれるということであれば、心理的にも実際的にも長期的にはプラスである。おそらく今週末に開かれる G7 でアメリカは、「景気拡大に努力しているアメリカの姿勢」を強調するだろう。ヨーロッパ、日本にさらなる努力を要請するだろう。その意味では、米利下げは世界経済全体への刺激剤にはなる。

FRB は利下げを今後も続けるだろうか。多くの市場参加者は、「まだ続く」と見る。しかし筆者は、「年初来 4ヶ月で 4回」といった速い利下げペースはそろそろ打ち止めの可能性が高いと見ている。今回の利下げが 3月の FOMC と 5月の FOMC の中間で行われたことから「緊急」性を強調する人が多いが、それは間違いだと思う。今回の利下げは明らかに「timing-driven」(タイミングをうまく使った)な、そして「behind the curve」批判をかわすための、5月の FOMC から多少前借りした利下げだろう。従って筆者は今後の情勢次第だが、5月15日は案外利下げがない可能性もあると見ている。

なお、FED の声明は以下の通りである。

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

The FOMC has reviewed prospects for the economy in light of the information that has become available since its March meeting. A significant reduction in excess inventories seems well advanced. Consumption and housing expenditures have held up reasonably well, though activity in these areas has flattened recently. Although measured productivity probably weakened in the first quarter, the impressive underlying rate of increase that developed in recent years appears to be largely intact.

Nonetheless, capital investment has continued to soften and the persistent erosion in current and expected profitability, in combination with rising uncertainty about the business outlook, seems poised to dampen capital spending going forward. This potential restraint, together with the possible effects of earlier reductions in equity wealth on consumption and the risk of slower growth abroad, threatens to keep the pace of economic activity unacceptably weak. As a consequence, the Committee agreed that an adjustment in the stance of policy is warranted during this extended intermeeting period.

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 the Federal Reserve Banks of Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Atlanta, Minneapolis, Dallas, and San Francisco.

今週の主な予定は以下の通りです。

- | | |
|----------|--|
| 4月23日(月) | 中国農産物3品目に対するセーフガード発動 |
| 4月24日(火) | 2月産業活動指数
日銀金融政策決定会合(1日目)
自民党総裁選投票開票
米コンファレンスボード消費者信頼感指数 |
| 4月25日(水) | 日銀金融政策決定会合(最終日)
米3月耐久財受注 |
| 4月26日(木) | 3月大型小売店販売・商業販売
国会で首相指名選挙・新内閣発足 |

武富日銀政策審議委員講演・会見
米1 - 3月雇用コスト指数
ECB 理事会
世銀が「世界経済見通し」発表
4月27日(金) 4月東京都区部・3月全国消費者物価指数
3月完全失業率・有効求人倍率
3月勤労者世帯家計調査
3月鉱工業生産
3月住宅着工
米1 - 3月GDP
米4月ミシガン大学消費者態度指数改定値
4月28日(土) G7財務相・中央銀行総裁会議(ワシントン)

《 **have a nice week** 》

土曜日と日曜日では天候が全く違って、変な週末でした。土曜日は雨、日曜日は晴れましたが、凄い風と寒さ。考えてみればもう4月も下旬。今週が過ぎると来週はもう連休入りというわけです。

長くなりましたので、今週はここまでとします。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》