

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第 1 6 2 1 号 2 0 0 2 年 0 1 月 2 1 日 (月)

《 significant risks 》

今週のレポートの主な内容は次の通りです。

- 1 . 今月 1 1 日のグリーンスパン FRB 議長のサンフランシスコでの講演を契機に、アメリカ経済について楽観論が大きく後退し、株価も高値から反落している。しかし米国経済の実態は、行き過ぎた年末年始の楽観論と、その対極にある悲観論の中間にあると考えられ、脆弱性を残しながらもゆっくりと成長軌道回復に向かっていると見るのが正しい
- 2 . その意味で、今月末に開かれる今年最初の FOMC で金利がどのように決定されるか微妙になってきた。筆者は引き下げと据え置きが五分五分になったと見ている。アメリカ経済はいったん回復基調に入ったとしても、牽引車がない現状では拡大力は弱く、年央から失速する可能性もある
- 3 . 日本経済は、ダイエー問題が結論的に言えば「問題先送り型決着」となったことから、相も変わらずアク抜けできない状況が続こう。デパートの売り上げなどかなり改善が見られるセクターがあるが、企業部門は依然として思い切った設備投資に踏み切っていないし、消費にしても盛り返しという方向性が出てきたわけではない。日本経済の調整には依然として時間がかかると考えるのが自然である
- 4 . こうした環境から考えれば、日本の株価を含めて世界の株価は当面弱含み保合に推移する可能性が高い。アメリカでは、ダウの 1 0 0 0 0 ドルが重い。ドルは、テロ対策に関わる一連の軍事作戦が終了し、「強くなければならない」との強迫観念が薄れてきたことに伴うドル高警戒論の再台頭の中で、今までのような上げペースは維持できないだろう。一端は反落する可能性もある

この週末で一番興味を引いた記事は、11日のグリーンスパン発言の解釈を巡るジョン・ベリー記者（ワシントン・ポスト紙）のそれである。11日に同議長はアメリカ経済に関して講演の最後で次のように述べた。

「There are sound reasons for concluding that the long-run picture remains bright, and even recent signals about the current course of

the economy have turned from unremittingly negative through the late fall of last year to a far more mixed set of signals recently. But I would emphasize that we continue to face significant risks in the near term.

Profits and investment remain weak and, as I noted, household spending is subject to restraint from the backup in interest rates, possible increases in unemployment, and from the effects of widespread equity asset price deflation over the past two years.」

(下線は筆者 = アメリカ経済の長期見通しは明るいと結論する十分な理由があり、また同国経済の現状に関するこのところの兆候さえも、昨年の秋に次々と出た悲観的なものから、最近では強弱入り交じるものになってきている。しかし私は、短期的にはアメリカ経済が引き続き大きなリスクに直面していることを強調したい。収益と投資は依然として弱く、家計の支出が、金利の上昇、失業の増加、それに過去2年間の広範な資産デフレの影響から今後抑制される危険性がある)

これは典型的な文章学の問題のようなもので、全体を見れば最初の二つの文章にコンテツが詰まっております、グリーンズパン議長がアメリカ経済の状況を心強く思っていることは明確である。特に二番目の文章はそれぞれの時期まで明示して「アメリカ経済の現状に関するこのところの兆候さえも、昨年の秋に次々と出た悲観的なものから、最近では強弱入り交じるものになってきている」としている。

問題はその次の文章だった。「But I would emphasize that we continue to face significant risks in the near term.」という部分で、これは常識的に見れば当局者として発言に責任を持たざるを得ないグリーンズパンのような人間のリスク・ヘッジのように見える。楽観論に振れた振り子を、中立地帯に戻すために言う添え物発言。つまり、心は前の方にあっても、予想が逆に振れたときのリスク管理から言っておく程度のものだ。経済には常にリスクが付き物で、ある意味でリスクを指摘するのは常に正しいし、当然だ。

《 was misjudged 》

しかし、グリーンズパン議長がリスクの存在の想起から更に 1) 収益と投資が依然として弱い 2) 家計支出が金利の上昇、失業の増加、それに過去2年間の広範な資産デフレの影響から今後抑制される危険性がある—と例示をしたことから、関心は「短期的リスク」の方に傾いたと言える。その結果は、米景気の先行き楽観論の後退と株価の下落である。

しかし、ワシントンの経済記者の中でも最もグリーンズパンに近いと言われるジョン・ベリーは19日まで数日間に渡る取材の成果として「Greenspan Speech Was Misjudged, Aides Say」(グリーンズパン講演は誤解 当局者述べる)という記事を書いて、要旨以

下のように述べている。

- 1 . 先週のグリーンスパン FRB 議長の発言は、米国経済の回復見通しに関し、議長が意図したよりも遙かに悲観的な響きを持ってしまった。significant risksが強調されたため、その結果その後のニューヨーク市場の株価は急落し、その一方で市場関係者はグリーンスパンが今月末の次回 FOMC で新たな利下げを示唆したと判断した
- 2 . しかし今週複数の FRB 当局者は、市場のこの解釈に驚きを示し、それは「深読みが過ぎた」ものだったことを示唆した。これら当局者によると、グリーンスパン議長は利下げが有力との市場の現在の見方とは裏腹に、次回の FOMC ではフェド金利の据え置きを提案する可能性の方が強いという
- 3 . グリーンスパン講演を巡って起きた混乱の一因は、「リセッションはまもなく終わる可能性が強いが、早期のかつ力強い米経済の反発は保証されているわけではない」という内容を伝える際の、微妙な表現のニュアンスにあった
- 4 . サンフランシスコでの講演に関わるグリーンスパン議長の最初の草稿は、米国経済の回復見通しに関してあまりにも楽観的な表現となっており、議長が考えている以上に市場に足早な景気拡大を予想させかねないものだった。それが、アナリストや投資家の考えている以上のペースでの早期に、具体的には年央以前に、短期金利が上昇するとの見通しを強めるものだとしたら問題となる。なぜならこうした見方こそ、最近数ヶ月におけるアメリカでの長期金利上昇を促してきたからだ。グリーンスパンがこうした期待を押し込め込むことができるなら、長期金利は幾分下がるだろう
- 5 . こうした観点から、11日のグリーンスパン講演の表現は微調整され、楽観論のかなりの部分はすこしずつ講演から抜き出された。最終講演草稿は、聞いた人、この講演文を読んだ人が、その意図とはかなり違ったメッセージを受け取りかねないものになった

その結果は、アメリカ経済に対する楽観論の後退と、株価の下落である。しかし、もともと年末・年始にかけての楽観論は、ちょうどその前後に出た経済統計が軒並み良かったことから出た一種のユーフォリアのようなものだったと考えられる。航空機と防衛関連を除く11月の新規耐久財受注は2.4%の伸びとなったし、新規および中古の住宅販売は好調だった。何よりも、アメリカの消費者の景気信頼感が大幅に上昇した。

しかし、その後のページブックや11月の鉱工業生産指数（前月比0.1%低下で、5カ月連続の下落）を見れば、アメリカ経済にそれほど楽観的になれないことは明確だった。何よりも、今の、そして当面のアメリカ経済にはエンジンがない。テロ後の総悲観の時に比べれば底からの反発は素早かったが、今後の成長軌道回復には難問が残っているというのが当たっている。そういう意味では、楽観とリスクをタームを違えて並べる

というグリーンスパンの手法は正しいし、アメリカ経済の実態もそこにあるのだろう。

こうした環境では、株価もドルも一直線で上がるのは難しい。必要な調整期間に入ったと見るのが自然だろう。

ドルを見る上で一つ注目しなければならないのは、同時多発テロの直後のように「強く見られる必要がある」という観点からのドル高歓迎ムードは冷めてきているということである。アフガニスタンでの戦闘は、ビンラーディンを捕捉はできていないものの、アメリカ軍の圧倒的な強さが示される中で終わった。強さを見せつける必要はもはやない。同時多発テロの直後は、ドル相場の観点からもアメリカは強く見えなければならなかった。

同時多発テロの直後はドル高の是正を求めなかった全米製造業者協会（NAM）や米労働総同盟産別会議（AFL・CIO）は、既にドル高への対応をオニール財務長官に求めている。少なくとも、ドル高のペースは落ちると考えられる。筆者はドル高見通しを変えはしないが、今後のドル高には今までなかった抑制要因が出てくるものと見ている。

〈 too big to fail 〉

日本経済に関しては、懸案だったダイエー問題が債務削減策（債務の株式化と債券放棄、優先株、普通株の減資など）、資産の売却・精算、人員削減などを柱とする再建案がまとまったことから、ひと山超えたような形となっている。しかしこれらはダイエーの再建にとって一番必要な売り上げの増加を保証するものではない。

小売店の再生にとって一番重要なのは、売り上げが戻るかどうか出る。これがなければ、債務を放棄してもらっても、資産を切り売りしても長く企業声明を保つことは難しい。ダイエーの一部店舗では売り場の改造が進んでいる。しかし、大きな図体だけに、本格的な消費者ニーズへの合致はこれからである。消費者のダイエーに対するイメージも大きく改善したとは言い難い。

今の再建策は、すべて周辺環境の整備にとどまっている。あれだけの図体の大きい会社が再生するには、長い時間がかかるだろうし、結局は顧客のニーズに合致せずに再び危機に直面する可能性が高い。

そういう意味では、またしても日本経済は「アク抜け」の機会を失ったと考えることが可能である。少しの安心のために危機を先延ばししている限りは、日本の株式市場の本格回復も先延ばしになると考えるのが自然である。

最近の日本経済で期待できる動きがあるとすれば、それは税制改革への着手機運である。レーガン革命にしるサッチャー革命にしる、その一番重要なポイントは税制の改正であった。特にレーガン革命についてはそれが言える。

今何よりも日本経済に必要なのは、「経済の活性化」に役立つ税制である。今の日本の税制は公平でもなければ、経済を活性化するものでもなかった。50%近い個人所得税

を嫌気して、筆者の友人でも日本を後にする個人も出てきている。その一方で、個人にしる法人にしる税金を払わない向きは増加し、「税の空白」(石・政府税調会長)、「税の空洞化」(塩川財務大臣)が進んでいる。その意味で、税制改正論議は可及的速やかに進行することが望ましい。2年とか言うておらずに、直ちに改正に着手すべきである。

今週の主な予定は次の通りです。

| | |
|----------|--|
| 1月21日(月) | 12月企業倒産 通常国会召集(6月19日まで) 日銀支店長会議 アフガン復興支援閣僚級会議 米国市場休場(Martin Luther King Day) |
| 1月22日(火) | 11月景気動向指数改定値 米コンファレンスボード景気先行指数 EU財務相理事会 米12月財政収支 |
| 1月23日(水) | 11月産業活動指数 米オニール財務長官講演(都内) 米12月半導体製造装置受注 WTO作業部会公式会合(24日まで) |
| 1月24日(木) | グリーンSPAN議長が上院委員会で証言 |
| 1月25日(金) | 1月都区部・12月全国消費者物価 政府が2002年度予算案を国会に提出 米12月中古住宅販売 |

グリーンSPANの24日の上院委員会での証言は、11日の講演がある意味で誤解されたあとだけに、また議会での証言だけにより詳細に議長としてのアメリカ経済に対する見通し開示を迫られるでしょう。その意味では注目です。

〈 have a nice week 〉

寒い週末でした。土日と諏訪に行っていましたが、寒かった。まあ大寒ですから、寒いのは当然ですが。行ったのは、下諏訪から和田峠に入ってしばらくの温泉宿。ちっちゃな温泉宿で、こういう旅館は久しぶり。バリアフリーを第一条件に選んだら、その旅館となった。

親戚に調べてもらったら大部分の諏訪の旅館はちょっと身体が不自由になった老人用にはまだ出来ていない。全国でも同じような状況でしょう。バリアフリーだけではなく、例えば廊下には手すりなどが必要になりますから、景観は悪くなる。一流の旅館が景観

の悪くなるバリアフリーを完備しようとしたら、大きなリスクです。お金がかかるし、健全者には余計なものに映りますから。

こういう形で、いろいろな宿を試そうと思っているのです。どのくらいの設備が必要か。両親も目先が変わっていいでしょう。もともと温泉宿ですから、湯は良い。信玄の隠し湯だとか、何とか様が休んだところだとか、いろいろ解説がある。

失敗がありました。夕方に入った湯に、朝起きてまた入ったのですな。いい気持ちで。上がろうと思ったら女性が入ってきた。「あれ・・・」ってなもんですな。思い出しました。温泉にはよくあるのですが、前日の男湯を翌日は女湯に、逆に女湯を男湯にするのです。ですから、前日入ったところは女湯になっていた。

大きく暖簾を入れ替えてある温泉もあれば、小さく札を入れ替えただけのケースもある。入ってきた女性には「すみません・・・」で許してもらいました。まあ、湯気でお互いによく分かりませんでしたから、良かった(^-^)コ。

《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》