

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1622号 2002年01月28日(月)

〈 higher interest rates worldwide 〉

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 2001年における先進国全体の金利動向は「下げ」だったが、今年はかなり違ったピクチャーになろう。今月下旬のFOMCを皮切りに、アメリカでは次のトレンドに入る前に短期金利は横ばい期に入ろう。長期金利はどちらにも振れる展開となるが、基調は強含みだ。既にその兆候は始まっている
2. ユーロ導入に伴うインフレと景気改善の可能性のある欧州でも、政策金利はしばらく据え置かれる可能性が高い。一方日本は、短期金利は当面上がらないだろうが、長期金利は「トラップ状態」となって、上げに傾きやすい環境になろう。景気が悪化すれば需給関係の悪化の連想が、景気が改善すれば直ちに金利上昇の恐れが出る。既に長期金利の上げ基調は始まっているとも言える
3. その意味で、今年の世界経済を巡る環境は去年とは大きく違って来る可能性が高い。名目金利は既に世界中でかなり下がって、下げ余地という意味では余力があまりないところまで来た。短期金利が下げ止まっただけで、調整分を含めて直ぐに長期金利には上げ圧力がかかるが、日本を含めてそれが今の世界経済では既に始まったとも言える
4. 今の世界経済が抱える問題は、当面の回復よりも「その後」だろう。24日のグリーンズパンの議会証言を読むと、当面のアメリカ経済に対する楽観論と、その先の経済へのかなりの不安感が見え隠れしているが、それは自動車販売時の金利ゼロ適用による販売増など、将来の景気回復の原動力を既に使ってしまった可能性があるからだ。長期金利が世界的にむしろ上昇すると見られるのも懸念材料。世界経済は全体として一端持ち上がった後の今年の末になっても、「弱い成長力」に悩んでいる危険性が強い

今月11日のサンフランシスコでの講演での「But I would emphasize that we continue to face significant risks in the near term.」という部分が思惑以上に「悲観論」と理解されたグリーンズパンFRB議長は、マスコミとの対話（FRB当局者を通じての、ワシントン・ポスト、それにウォール・ストリート・ジャーナルとの）でその修正を進め

た後、24日に議会証言で悲観論払拭の仕上げを行った。当面というタームで言えば、アメリカ経済は調整を終わりつつある段階であり、先行きは明るいという見方だ。議長は証言を始めて直ぐの第二パラグラフで以下のように述べている。

「It is clear that the U.S. economy went through a significant cyclical adjustment in 2001 that was exacerbated by the effects of the terrorist attacks on September 11. That adjustment was characterized by sharp reductions in business investment and pronounced liquidations in business inventories and was compounded by the simultaneous economic difficulties of some of our major trading partners. But there have been signs recently that some of the forces that have been restraining the economy over the past year are starting to diminish and that activity is beginning to firm.」

「テロ攻撃、海外経済の不振などで景気悪化を深刻化させた米国経済は、2001年に大幅な循環的調整を余儀なくされたのは間違いない。しかし、過去一年の米国経済に重石となっていた要因の幾つかは消え始めており、経済活動がしっかりしたものになりつつある兆しが見えている」とまず総括した。証言の開始直後の第二パラでこれを言ったというのが重要である。強調したい意図（「景気は強い」という）が鮮明だからだ。

その上で、今後の展望に関してグリーンズパンは以下のように述べている。ポイントは在庫の動きだとの指摘だ。

「One key consideration in that assessment is the behavior of inventories. Stocks in many industries have been drawn down to levels at which firms will soon need to taper off their rate of liquidation, if they have not already done so. Any slowing in the rate of inventory liquidation will induce a rise in industrial production if demand for those products is stable or is falling only moderately. That rise in production will, other things being equal, increase household income and spending. The runoff of inventories, even apart from the large reduction in motor vehicle stocks, remained sizable in the fourth quarter. Hence, with production running well below sales, the potential positive effect on income and spending of the inevitable cessation of inventory liquidation could be significant.」

在庫の減少（調整）が進めば生産が増加し、それが雇用の増加、雇用条件の改善につながって家計の収入増加、支出増大につながり景気は強さを持つ、という見方である。最後の文章にそれが良く現れている。「在庫」以外でグリーンズパンが今後の米景気を占

う上で重要だと見ているのは、当たり前だが「雇用」と「設備投資」。雇用に関しては次のように述べている。

「Perhaps most central to the outlook for consumer spending will be developments in the labor market. The pace of layoffs quickened last fall, especially after September 11, and the unemployment rate rose sharply. Over the past month or so, however, initial claims for unemployment insurance have decreased markedly, on balance, suggesting some abatement in the rate of job loss.」

《 less potential for more growth 》

ここでも改善が見えるというわけです。しかし、今回はマスコミでは大きく取り上げられなかったのですが、グリーンスパンは注意深く一端アメリカ経済が持ち上がった後のリスクについて、詳細に語ってモいる。

当面という意味ではまだ上昇する可能性のある失業率、企業の利益が思ったほど伸びないで設備投資が盛り上がらない危険性など。企業収益に関してグリーンスパンは、新しい技術が登場してリターンは再び上昇する可能性が高いと予想しているが、週末のウォール・ストリート・ジャーナルの記事には

「アナリストの予想を総合すると、米企業の収益の伸びは市場が期待しているほど大きくなるまい」

との見方が掲載されていた。

90年代のアメリカ経済を支えたのは、活発な消費と企業の設備投資である。在庫調整やそれに伴う生産活動の活発化はこうした経済の二大要因（消費、設備投資）を取り巻く環境を、これまで数ヶ月より改善させる可能性が強い。それを受けての景気強気論であり、これは同時テロ後に世界経済がそのまま失速する危険性が指摘されていた中で、朗報である。しかしその一方で、景況の改善を受けて長期金利は上昇するはずで、この上げは今までの下げ過ぎの回復分を含めてやや大幅なものになるかもしれない。

アメリカばかりでなく、欧州、日本でも長期金利の当面のトレンドは上げとなろう。先週になるが、ECBのドイセンベルク総裁は「EU域内の金融政策は現段階で“妥当”なものである」との発言を行った。これは渋々ながらも短期金利を折りを見て下げる去年のスタンスから、今年は「据え置き基調」に金融政策を戻したことを意味する。欧州ではユーロ導入にともなって消費が伸びる一方で、便乗値上げによるインフレ率の上昇の懸念もある。恐らく便乗は短期的なものだろうが、景気の回復見通しもあって欧州の金利には上昇圧力がかかっておかしくない。

また日本を見ると、長期金利は「トラップ状態」にあると見る事が可能だ。つまり、景気が悪化すれば国債増発から需給関係の悪化が連想され、一方で景気が改善すれば直ちに金利上昇の恐れが出る、という「どちらにしても」状況の出現である。こうした状況を受けて、既に長期金利の上げ基調は始まっている。

月曜日の朝日新聞には、「国債暴落はあるか」というやや刺激的な記事がある。暴落が一体どの程度までの長期金利の上昇を意味するのか不明だが、2%前後という水準を想定しているとしたら、その可能性は十分あると見た方が良い。

今年の世界経済は、「一端回復はするが、それに伴う長期金利の上昇や、景気回復力を持続させるファクターの欠如で先行きは不安定」という状況を続けることになるろう。

今週の主な予定は次の通りです。

1月28日(月)	12月商業販売 12月消費動向指数 米12月新築住宅販売 WTO新多角的通商交渉(新ラウンド)開始 EU外相理事会
1月29日(火)	12月失業率・有効求人倍率 12月勤労者世帯家計調査 12月鉱工業生産 日銀速水総裁講演 米12月耐久財受注 米1月コンファレンスボード消費者信頼感指数 ブッシュ大統領一般教書演説 米FOMC
1月30日(水)	日銀中原政策審議委員講演・会見(佐賀) 米10-12月GDP
1月31日(木)	12月勤労統計 12月住宅着工・建築着工・建設工事受注 2001年度第二次補正予算成立 米10-12月雇用コスト指数 米12月個人所得・支出 米1月シカゴ購買部協会景気指数 世界経済フォーラムダボス会議(NY、2月4日まで) 米独首脳会談
2月01日(金)	1月新車販売 小泉総理施政方針演説

米1月雇用統計

米1月ミシガン大学消費者信頼感指数改定値

米1月ISM製造業景気指数

米12月建設支出

普段の週よりも予定が多い。指標がたくさん出る。FOMCは据え置きを見ます。あれだけ景気楽観論を言っておいて、現段階で下げるとは予想できない。議会での証言で「これは私の見方。FRBのそれではない」とグリーンSPANは強調しているが、これは毎度のことである。

今年はダボス会議がニューヨークで行われる。開始以来スイスの小さな村で開催されてきたが、今年は同時テロ後に「ニューヨークを元気づける」ということからニューヨーク開催が決まった。今年のダボス会議のテーマは、一つはテロ後の世界経済運営で、アメリカ経済については楽観論が喧伝されるでしょう。欧州経済についても、楽観論が強い筈だ。日本経済に関しては引き続き悲観論が強いだろうが、それが常態となったが故に去年ほどニュースにはならないと思われます。ただし相場材料はいくつか出てくるでしょ。

今年の先進国経済が抱えている問題は、一端持ち上がる景気をその後どうやって成長力を保持していくかで、むしろこの点についてダボス会議で新しいアイデアが出るか注目される。

〈 have a nice week 〉

今週末は、久しぶりに諏訪にも行かずに東京にいました。寒いと同時に、風が強かったですね。日曜日の夜に車に乗ったら、車が横揺れした。というわけで、一年のこの季節は鍋が一番……。今週末は土曜日に「第六回鍋物コンテスト」がありました。早いもので、今年で6回目。会場はコマ劇場の裏側にある新宿健康作り推進センターで。創作鍋を持ち合って、お互いに人気投票をして、どの鍋が一位になるかを決めるという単純な大会です。

今年は新顔を含めて、全部で9チームが参加したと思う。このところ毎年同じメンバーでやっていたのですが、今年は新チームが二つ増えて、また新たな印象がした。私たちのチームは2000年の大会で優勝。それからあまり「優勝せねば」という気持ちはなくなって、「出ることに意義がある」というスタンス。今年も成績は中間くらいでした。最近「これは楽しい」と思うのは、年のこの時期に一年に一度しか会わない人に会えること。

ところで、このセンターは今年いっぱい閉鎖されるようです。東京都のリストラの一環で。その後は何ができるのか知りませんが、二つのグループが新規参加してくれたことが嬉しいですな。名塚・平子・みずほ軍団チームと、内藤君の友達チーム。2チー

ムとも成績はあまり良くなかった。「来年を期す」ということで、楽しみです。

《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》