

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1582号 2001年03月19日(月)

《 many important meetings this week 》

今週は週初から日銀の金融政策決定会合、日米首脳会談(ともに19日)、そして20日にFOMCと重要日程が目白押し。また週末の米紙報道によると、急激な円安を巡ってブッシュ政権内部で容認派(パウエル、リンゼー)と批判派(オニール)が対立しているとも伝えられている。日本が火曜日休みになることもあって、市場は波乱含みの展開になりうる。今週のレポートの主なポイントは次の通りです。

1. 日米とも中身や幅の問題はあるが、金融当局は今週新たな金融緩和に踏み切ると予想される。問題は、日本の場合もアメリカの場合も「利下げ」が景気の回復に果たして有効かであり、市場が金融当局の措置に反応しないケースも十分考えられ、その場合には世界の市場は早くも「次の措置」を求めることになる。金融措置だけでは今の危機の沈静化は難しいと考えられ、結局ブッシュ新政権の指導力が問われる事態も予想される
2. 「新たな金融緩和措置」としては日本で実質ゼロ金利復帰が、アメリカでは0.5%の利下げが予想されるが、これだけだと市場は完全に織り込んでおり、世界の株式市場の反応が好ましいものになるかは疑問である。次の措置への言及や、声明内容の工夫による市場心理の沈静化の必要が生ずるものと考えられる
3. 先週の為替市場の特徴は、ニューヨークの株式市場の悲惨な展開にも関わらず「相対有利」の観測からドルが対円だけでなく対ユーロでも大幅に上昇した点だが、このトレンドは今週も基調的には継続するものとする。しかし、「強いドルの維持」で一枚岩と見られていた米ブッシュ政権の中で、「最近の急激な円安」に関して米自動車業界の懸念などを背景に、「これ以上円の急落を認めるべきでない」という見方も台頭しつつあると伝えられ、市場はやや不安定になる可能性がある
4. 日本では先週末に「持続的な物価下落」に定義を変更(以前は「物価の下落を伴う景気の低迷」)した上で、現在が「緩やかなデフレ」との政府正式認定が下されたが、週末におけるOPECの100万バレル減産合意にもかかわらず、世界の物価情勢が直面している基本的圧力は下方であり、日本のみならず世界の債券相場の基調は上昇となる
5. 株価はNasdaqのPERが依然として172倍(ニューヨーク・タイムズ)と高く、

ハイテク株に割高感がある中では不安定な動きとなる可能性が高い。今週 FRB が利下げすれば「短期間で3回連続の利下げ」となり、過去の例ではほぼ例外なく株価は上がったが、今回はその保証の限りではないと思われる

《 BOJ will increase liquidity further 》

日銀や財務省が採用できるか否かを問わずに列挙するならば、日本が今金融政策面で取れる措置には次のようなものがあると思慮される。

短期金利の実質ゼロ復帰 = 現在の 0.15% から実質ゼロにする。短期金利の誘導目標をゼロにする案と、量的金融緩和で実質ゼロにする二つの方法が考えられる。1999年2月から2000年8月までは、誘導目標をゼロとした

国債の買い切りオペの増額 = 現在月額 4000 億円の長期国債買い切りオペの額をたとえば 2 ~ 3 倍に増額する

インフレ目標の設定 = 具体的な物価上昇率を金融政策の目標に掲げる手法で、たとえば「消費者物価上昇率を 3% にもっていく」などを目標として掲げる

円相場的大幅安誘導 = たとえば「1ドル = 180円」「1ドル = 220円」などを宣言して、そのレベルに円が下落するまで無制限に介入する

上記4点のうち、上三つは日銀が単独で実施することができる。四番目は主務官庁が財務省であり、日銀は介入においては代理人の地位に過ぎない。各措置に関して、その狙いと問題を撤去すると以下の通りである。

短期金利の実質ゼロ復帰 市場金利に連動した預金・貸出金利が下がる。このため、銀行の収益は改善し、企業の設備投資意欲は増加し、債務負担は軽減される。市場に「いつ解除されるか判らない」という不安感が残るようだと、「デフレ解消まで」といった期間を示す言葉が入る可能性もある。しかし、企業の借り入れ意欲は金利だけが要因ではない。「もうかる」という見通しが一番の投資要因。それが今はない。こうした点や、また今回の日銀の措置として市場が織り込み済みになっていることからすれば、効果は限定的と思慮される

国債の買い切りオペの増額 狙いは長期金利の引き下げと、金融機関や企業の資金調達を容易にして株式市場に流れる資金の量を増やし、またモノに対するお金の量と価値を下げ、デフレ対策とすること。しかし、長期金利は既に十分下がっている(1%超)ので利下げ効果は少なく、一方で財政運営への信認が失われて長期金利が上昇する危険性がある。また、資金が本当に必要としている人に流れるとは限らないなどデメリットも大きく、日銀も「危険な副作用と伴う措置」としている。しかし、その分だけ徹底してやれば、日本経済のパラダイムが変わる可能性もある

インフレ目標の設定 与党の緊急経済対策に盛り込んであるが、目標は物価上昇目標を明示することによって、物価下落と景気後退が同時に進むデフレスパイラルへの不安一掃を狙うこと。しかし日銀は高物価の際に安定目標として目標を設定するのは例があるが、物価を押し上げる目的でのターゲットは過去に例がないし、金融政策の裁量が著しく限定される上に、短期的な目標に振り回される可能性があるとこれまでは消極的。目標は信用されていないと駄目だが、逆に信用されると物価上昇の連想から金利が上昇する危険性もある

円相場的大幅安誘導 外国為替市場で無制限にドルを買い、円を売る介入を行う。円は日本の通貨であっていくらでも印刷できるから、無制限に出来る。日本の競争力の高い企業群である輸出企業の収益を改善させて、経済に活力を取り戻す 原油など輸入物価を押し上げることによって、デフレ圧力を相殺する一などの効果を見込む。しかし、問題点は貿易黒字国（GDPの2%）の日本がさらに円をやすくする操作をすることに、アメリカやアジア諸国がそれを容認するかどうかでこれは日本の危機脱出がそれしかないという場合にのみ各国から認められ、その場合日本は経済運営の自主性も制約されよう。後述するが、アメリカはこの点立場を検討中であり、アジアの見方は19日の日経11面に関連記事がある

それぞれの措置を一つ一つ検討しても、「欠点のない万能薬」がないことは一目瞭然である。結局、こうした金融面での措置とその他の構造調整進展措置（不良債権処理の敏速化、産業構造改革など）の組み合わせ、それを先導できる政治的リーダーシップの確立と国民への説得が必要になる。これまでのところ「今日本が何をなすべきか」という議論のところではかなり煮詰まってきた印象もしており、あとは一連の措置の実施順番と枠組みの決定を政治が行えるかである。

《 more focus on the Japan-U.S. summit meeting 》

この点で筆者は、19日の日米首脳会談が極めて重要だと考えている。この日米首脳会談については森首相が事実上の退陣表明をしたあとであり、アメリカからも「時間の無駄」という評価も出ているようだが、この世界的な金融市場の混乱時に世界第一位と第二位の経済大国の首脳が会うのに意味がなくて良い訳がない。17日のニューヨーク・タイムズによると、ブッシュ政権は当初もっぱら象徴的意味合いになると見られていた森・ブッシュ会談を中身のある経済問題討議の場とする意向を強く持っているという。

ホワイトハウス内での「最近の急激な円安」や「今後の円安」を巡る評価の対立は、日米首脳会談を実質的なものにするための討議を行った先週14日の国家安全保障会議（National Security Council）の週例昼食会の場で表面化したという。ニューヨーク・タイムズはこの間の事情を次のように表現している

「According to administration officials who were briefed on Wednesday's meeting, Treasury Secretary Paul H. O'Neill, who is the former chairman of Alcoa and very sensitive to the domestic effects of currency movements, strongly opposed letting the yen lose value.

General Powell and the head of the National Economic Council, Lawrence B. Lindsey, were more open to the possibility, according to two officials who seemed to be neutral on the issue.

Administration officials say Monday's meeting must send a strong message on speeding economic reform and cleaning up Japan's banking system, messages intended more for Japan's bureaucracy than for Mr. Mori, an unpopular prime minister who has hinted that he will soon yield to calls that he resign.

"No doubt the Bush team would have liked a meeting heavy on good will and warm words, but with the recent deterioration in Japan's economy, the message may have to be a little more pointed, especially on the banks," said Lael Brainard, a senior fellow at the Brookings Institution and President Clinton's adviser on international economic issues. "Japan has few if any easy policy options left, and is unlikely to get a warm reception from the U.S. Treasury on a concerted yen strategy in this environment." (下線は筆者)

つまり、日本の金融危機がアメリカの株式市場の悪材料にまでなっている現実から見れば、アメリカ政府としても日本に対して注文を付けざるを得ず、それがクリントン時代のように表立ったものではなかろうと、アメリカとしては懸念を表明して、アドバイスを与えたいと言うことだろう。しかもその相手は、まもなく退陣する森首相ではなく、日本の官僚システムになる。具体的には日本政府に対して「経済改革のスピードアップ」と「銀行システムの清浄化」を求めるといふ。

戦後の日本の政治システムを考えると、良い悪いの問題は別にして与党の政策意図の中には必ず「アメリカの意図」が含まれていた。それが日本の政治の一部だった。しかし、ブッシュ政権はリンゼー・ドクトリン(昨年12月1日に彼が American Enterprise Instituteで明らかにした。2000年12月11日の1570号参照)に見られるように、「日本の問題は日本が独自で解決を」というスタンスを取った。

日本の戦後政治環境の中で常にあった「アメリカの意図」というアンカーを失ったような状況で、これがいっそう日本の政治空白を酷くしたと言える。その意味では、今回の日米首脳会談を契機にアメリカ・サイドから日本の経済構造改革に関して明確な意図が示されれば、クリントン時代のような的を外した「財政支出」要請がポイントではないだけに、

日本の改革スピードが加速する可能性が出てくる。しかし、ニューヨーク・タイムズによると今のところドラフトとしてワシントンで出回っている日米首脳会談後の共同声明では、日米として世界経済再生のために具体的枠組みを示すような意向はないようだ。

《 no conclusion on the currency question 》

円相場に関して紹介したニューヨーク・タイムズの文章の最後のパラグラフは、クリントン政権下で国際経済問題に関するアドバイザーだったブルッキングス研究所の Lael Brainard の発言を取り上げたもので、

「ブッシュ・チームは、会談を善意と暖かい言葉に包まれたものにしたい意向だが、最近の日本経済の環境悪化によってアメリカの日本に対するメッセージは、特に日本の銀行問題の処理により焦点を当てたものになる見通しである。日本はいずれにせよ（経済問題解決で）容易な政策オプションをなくしているが、現在の環境下でも日米が協調した形で円相場戦略を策定することに関して米財務省から色好い返事をもらえそうもない」

となっている。

産業界出身のオニール財務長官が「円安」を好ましく思っていないのではないかという見方はパレルモ・サミットの前後にも一時強まって、その発言を巡って為替市場が混乱した時期もあった（今年2月19日の1578号参照）が、今回のニューヨーク・タイムズの記事で実際のところ同財務長官が、日本との安全保障体制の維持を望むパウエル国務長官、ホワイトハウスのリンゼー経済問題担当補佐官と異なった意見を持っていることが示された。

重要なのは、日本の金融政策面での四つのオプションのうち、最後の「円安誘導」に対してこの米財務省の消極姿勢が持つ意味合いである。筆者は前回の号で、「関係諸国の同意を得るのが難しいのではないかと実現性に疑問を呈しておいたが、このニューヨーク・タイムズの記事は筆者の懸念を裏書きするものである。今日本では一部で、強い副作用を持つ危険性のある大規模な量的金融緩和よりは、たとえば「180円」とか「220円」をターゲットに無制限の円安介入をして日本の強い産業の競争力を高めて、一方で輸入インフレによってデフレ圧力を緩和する方が良いという議論が展開している。関係各国がOKというなら、魅力的なシナリオに見える。

しかし前回も指摘したように、これは日本のような経常黒字を対GDP比で2%以上出している国が出来ることではない、と言うのが筆者の考え方。このニューヨーク・タイムズの記事は米財務省も同じような考え方を持っていることを示している。ただし、財務省が懸念をもっているのは「これ以上の急激な円安」に関してであり、ブッシュ政権が今の120円台の円相場（19日早朝現在では123円台）に不満を持っていると言うことでは

ないと受け取れる。

従って筆者は、アメリカ政府部内の意図が割れてきている現状からすれば円安移行のペースは従来より鈍るし、オニール財務長官の発言次第では円が一時的に急騰する場面も今後はあると見ている。ただし、日本経済の再生のためには「大幅な円安が不可欠」という結論に米政府の意見が一本化すれば、ブッシュ政権として「円安誘導介入」に傾く可能性もある。

〈 FED will cut rates 〉

一方 FOMC は今週「少なくとも 0.5% の利下げ」(ウォール・ストリート・ジャーナル) に踏み切るものと見られる。筆者もその点について見方は同じである。市場ではさらに「0.75% の利下げ」を求める声が強いとされる。

しかし筆者は、FOMC が今の時点で市場の要請だからといって 0.75% の利下げに直ちに乗ってくるかはなかなか難しいと考える。第一に、0.5% と 0.75% の差はどのくらい大きいものかという疑念がある。アメリカは 1 月に 2 度の利下げをしており、その 2 度の合計 1% の利下げに加えての今回の利下げである。0.25% を上乗せすることが、实体经济面でそれほど大きな違いを生むとは考えられない。あえて 0.75% の利下げに踏み切れれば、「アメリカ経済はそれほど緊急事態か」という印象を強めてしまう危険性もある。

次に市場の機嫌を取って 0.75% 引き下げたとしても、その効果が長持ちしない可能性もあり、そうであったら 0.5% の利下げにとどめておいて次の利下げに期待を残しておくという方法の方が賢明な気がする。

そもそも「(日米ともにそうなのだが) 金利はそれほど有効か」という問題意識が今は重要ではないだろうか。先週末に発表になったアメリカの設備稼働率は 79.4% に低下していた。これは 1992 年以来の低水準。つまり、稼働していない設備が山ほどあるということである。景気が回復したときには、経営者はまず稼働してない設備を使おうとする。従って、設備稼働率が低いときの回復局面においては、新規設備投資は起きにくく、景気の回復はゆっくりしたものになる。金利を低くしても、効果は薄いということである。

コンピューターの時代だから、今ある稼働していない設備は比較的新しいものでももう使い物にならないという見方もできる。しかし、コンピューターの技術が日進月歩だとしても、数年前ほどにコンピューター関連施設が激しい更新の波に洗われているわけではない。ネット・テクノロジーもちょっと端境期の印象がする。

よって、アメリカの景気の回復には利下げの次に待ち構えている財政の出動を見る必要があると思われ、ということはかなり時間がかかるということである。

FOMC が利下げをしたとして、株式市場への影響はどうか。まず、アメリカの株式市場は、先週は悲惨な一週間だった。ダウの先週一週間の下げ幅は 821 ドル、7.7% に達

したが、これは昨年4月14日に終わった一週間の806ポイントを上回るポイント幅としては史上最悪の下げ。パーセントで見れば、1987年のブラックマンデー以降で4目の大幅下げ。Nasdaqは週間162ポイント、7.9%の下げ。Nasdaqの高値からの下げ幅は63%で、年初来の下げ幅は23%になった。

Nasdaq、S P、ウィルシャーなどの各指数に比較すると今までしっかりした動きをしていたダウ指数も、高値からの下げ幅は16%になって弱気市場（通常は高値からの下げ幅20%）に接近した。Nasdaqは1998年以来初めて2000の水準を下回り、ダウを構成している30銘柄のうち、先週値を上げた銘柄は一つもなかった。

しかしFRBが短期間に3回の利下げを行った後の株式市場の動きを見ると、過去はほぼ例外なくその後大きく上げている。ある調査によると、1921年以降でFRBが短期間に3回利下げしたのは13回あるという。そのうち12回で株価は一年後に上昇していたという。唯一の例外は大恐慌の始まりの年に当たった1930年で、このときだけダウは一年後に35%安を記録。

同様のデータをNasdaqで見ると、同指数が創設された1971年以降でFRBが短期間に3回以上利下げしたのは8回で、Nasdaqは平均39.8%も上昇したという。もっともこの高い上昇率は、1981年11月から1982年の7月にかけての3回の利下げと、その後の81.6%の上昇、1998年夏から秋にかけての3回の利下げと、その後の74%の上昇が平均を押し上げているという。

今回FRBが利下げをするとすれば、1998年に匹敵する短期間（数ヶ月）での利下げとなるが、今回は過去のように容易に株価が上昇してくれるかはかなり疑問が残ると思われる。週末のニューヨーク・タイムズによれば、Nasdaq全体のPERは依然として172倍に達しており、割高感が払拭できていないからである。

《 many schedules 》

今週の主な予定は次の通りである。

3月19日（月）	日銀金融政策決定会合 1月景気動向指数改定値
3月20日（火）	米1月貿易収支 米FOMC 米2月財政収支
3月21日（水）	1月産業活動指数 3日日銀金融経済月報 米2月消費者物価・実質賃金
3月22日（木）	速水総裁月例会記者会見 米2月コンファレンスボード景気先行指数
3月23日（金）	ヤフーが無料のインターネットカフェ1号店を渋谷

に開設

やや繰り返しになるが、筆者は今週予定されている三つの会合・会談のうち、実は二つの金融政策決定会合の間に行われる日米首脳会談に注目している。日本の森さんが辞める、辞めないのごたごた状態の中にあるとしても、世界第一位の経済大国アメリカと第二位の大国・日本の首脳が会うのに意味がないということはない。なぜなら、今の世界経済は一種の「confidence crisis」(信認の危機)状態になっているから、一位、二位の経済大国を率いる首脳として、「世界経済に対する枠組み」を示すことが出来れば、市場はかなり安心する可能性が高いからである。

残念ながら、森さんが示せるのは守りのシナリオだろう。先週の株価の動きを見ても、日本は今抱えている問題の一つ一つに「処理」の姿勢を示せば、株式市場はこれを好感する。銀行は赤字決算を出しても不良債権を処理する、政府は構造問題の進捗に尽力する、そして一つ一つの措置を加速度的に行っていくという姿勢だろう。森さんは「サービス精神旺盛な」首相だから、かなり思い切った約束をしてくる可能性があり、それに関してアメリカ政府は「日本政府の約束」と受け取るだろう。これは日本の政治に対する拘束要因となる。

筆者は、ポイントはブッシュ政権の姿勢にあると考える。ブッシュ政権の市場政策は完全な放任に近い「まかせ主義」である。しかし市場に近いところにいた人間であるからこそ、筆者は危機の際には市場は「守護神」を必要とするものであることを知っている。市場は通常は「まかせ」がうまく機能を発揮させる要諦だが、危機の時の市場にはそれをケアしている人間や機関が必要なのである。今の世界でそれを出来るのは、ブッシュ大統領とアメリカ政府しかない。

ブッシュはMBAの資格を持つ最初の大統領だが、「金融市場」という化け物との対峙は初めてだろう。「confidence」が失われているときには、目に見える安心材料が必要であり、世界経済という大きなものから見れば、それはアメリカの大統領でしかない。今週の市場を見る上では、日米首脳会談の席でのブッシュの振るまいに注目したい。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。日曜日は午後野球観戦で外にいたのですが、凄い風だった。まあ春ですから風が強いのは仕方がないのですが、花粉症気味の私にはつらかった。花粉症と言えば、最近私に対するメールではこの文章 (<http://www.ycaster.com/chat/fever.html>)を見てか、花粉症に関するものが多くなった。しかし、私は医者ではないので、各自お話しあれ。

今日来て、また明日休み。電車も心なしか空いていました。道路も。皆様には、良い一週間をお過ごし下さい。

《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》