

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1591号 2001年05月21日(月)

〈 too much easing ? 〉

先週一番注目された FOMC は、利下げの休憩や利下げ幅の縮小の道を選ばずに、市場の大勢が予想した 0.5% の引き下げを選択しました。先週書いた通り、筆者は前二者の可能性もあると考えていたのですが、FRB はその道を選ばなかった。

その結果、FF 金利は 4% になった。1994 年 5 月以来の低水準で、少なくとも FF 金利の誘導目標が公表されるようになって以降の最低である 92 年半ばから 94 年初めまでの 3.0% に接近した。公定歩合は 3.5% で、今後も 0.5% の下げを続けるなら、7 回でゼロになる水準。その意味では、アメリカもかなり「低金利」の状態になってきた。

FOMC が 5 月 17 日の利下げに際して発表した声明は以下の通りです。最後の 1 パラは割愛してあります。

「The Federal Open Market Committee at its meeting today decided to lower its target for the federal funds rate by 50 basis points to 4 percent. In a related action, the Board of Governors approved a 50 basis point reduction in the discount rate to 3-1/2 percent.

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. Investment in capital equipment, however, has continued to decline. The erosion in current and prospective profitability, in combination with considerable uncertainty about the business outlook, seems likely to hold down 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, continues to weigh on the economy.

With pressures on labor and product markets easing, inflation is expected to

remain contained. Although measured productivity growth stalled in the first quarter, the impressive underlying rate of increase that developed in recent years appears to be largely intact, supporting longer-term prospects.

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.」

この声明は、4月18日にFOMCが通常FOMC間(inter-meeting)に行ったいわゆる緊急利下げの時の声明と極めて似ている。4月18日の声明は以下の通りだった。

「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.」

《 no more “unacceptably weak” 》

パラグラフを構成する文章の入り繰りの問題はあるものの、この二つの声明は極めて似ている。

こうしたなかで一番大きな違いは、4月18日の緊急利下げの時にはその趣旨を明確にするかのように、「threatens to keep the pace of economic activity unacceptably weak」（経済活動のペースは、受容し難いほど弱いままになる危険性）という指摘があったが、今回はそれが無い点。

その代わり何が入ったかという点、「With pressures on labor and product markets easing, inflation is expected to remain contained」（労働市場、製品市場へのプレッシャーが緩む中で、アメリカのインフレ率が今後も低水準に抑制される可能性）との見通しが明らかにされている点。つまり、利下げの理由を経済の弱さから、インフレ圧力がないことに振り替えている。

設備投資が弱い、今後も弱い、株価下落の逆資産効果、海外市場の軟弱など FOMC がその他に掲げている利下げ理由は同じ。ですから、FRB は現在の経済活動は「unacceptably weak」という状況からは脱したが、利下げをやめるまでには回復しておらず、今回はインフレが落ち着いており利下げのリスクがないから利下げした、と読める。

しかしその上で、将来へのリスク評価は前回と全く同じ文章で、「予見しうる将来、経済を弱くする状況」を見ている。この部分が指摘した今回の文章変更とちょっと整合性が欠けるように思える。ですから、アメリカの FRB の決断に関する記事も、この点を指摘している人が何人かいる。私もそう思いますが、あえて読めば

- 1 . 景気判断として unacceptably weak という判断状況からは脱したが、しかしだからといって今後のリスクを下方から撤回する状況にはない
- 2 . せっかく利下げしているのに、その効果を減殺しかねない先行き判断の引き上げはすべき状況ではない（利下げを予想させておいた方がよい）
- 3 . その支援材料は、インフレが引き続き落ち着いていることだ

ということでしょう。しかし、前回よりはその論理の整合性には無理なところがある。FOMC、もっと言えばグリーンズパンはそうした無理をすることが今回も必要だと考えたこととなる。

恐らくグリーンズパンが心配しているのは、企業部門の抱える問題です。設備投資は過剰で、この分野で当面アメリカ経済を活発化させる活力は出てきそうもない。企業のリストラも続きそう。そうしたなかでアメリカ経済全体への信認を維持するためには、

国民の消費意欲とそれをある意味で支えている株価の少なくともレベル維持が必要だと考えたのでしょう。実際にそうなっている。

利下げは確かに株式市場には上げ材料となった。ニューヨーク株式市場のダウ平均は利下げ発表直後こそ反応薄だったもののその後は連日の上げを記録して、週末のダウは11、301.74ドルと、2000年の春につけた史上最高値11,722ドルにあと400ドルちょっとの水準に接近した。Nasdaqは2198.88と安値からは大きな反発。しかし、その基盤は脆弱だ。

このところのアメリカ経済の推移を見ると、GDP統計でみる限り景気の拡大ペースは大きく鈍化している。企業の設備投資が大幅に落ちたことが大きい。マイクロベースでも個々の企業の業績はかなり悪い。それでも株価が上昇しているとすれば、考えられる理由は二つしかない。現実には株式市場に流れ込んでいる資金の量が増えているか、さもなくば投資家は将来、具体的には半年先ぐらい先の米企業業績の回復を見込んで、株を買っているということになる。

これはある意味で矛盾の拡大、または将来における矛盾の拡大を意味する危険性がある。つまり、企業業績が良くなっていないのに、またはそれほど良くなる可能性が小さいのに、株価が“金融相場”の様相から上がり過ぎてしまうことである。先週のレポートでも述べたとおり、企業の設備投資過多に金融緩和はそれほど効くわけではない。金融緩和が効くのは、そもそも資金需要が大きい時だ。

米企業の生産活動が落ちているところに金融緩和で消費活動を活発にすると、先週金曜日に発表になったように貿易収支の赤字が大きく拡大する形となる。3月の米貿易赤字は、アメリカの消費者の外国製おもちゃ、衣類それに電気製品に対する需要の増大から季節調整済みで311億7000万ドルと、2月の268億6000万ドルから大幅に拡大した。対前月での3月の43億ドルの赤字拡大は、商務省が1992年にこの統計を取り始めて以来の史上最高の赤字拡大。

今週の主な予定は次の通りです。

5月21日(月)	日銀金融経済月報
5月22日(火)	3月産業活動指数 3月景気動向指数改定値 日銀総裁定例記者会見 ITを悪用したハイテク犯罪の取り締まりを話し合うG8官民合同会議
5月23日(水)	ECB理事会
5月24日(木)	共同サイトを開設 米4月新築住宅販売
5月25日(金)	5月東京都区部・4月全国消費者物価指数

4月大型小売り店販売・商業販売
米1 - 3月GDP改定値・企業収益
米4月耐久財受注
米5月ミシガン大学消費者態度指数

今週は二人の中央銀行トップの記者会見、講演が注目です。日銀の速水総裁には辞任の報道などがあって、その後は初めての記者会見になるので、この問題に関して総裁がどういう発言をするのかがポイント。グリーンスパンの講演は直接的に直近の利下げに関して喋るわけではないが、間接的に触れるかどうか注目であり。市場は、6月の末に開かれる次回FOMCに関しての手がかりを見つけようとするでしょう。

〈 have a nice week 〉

すっごく良い天気週末でした。土曜日は実に久しぶりに時々立ち止まりながらの野山歩きをしましたが、汗が出るくらい暑かった。今週は週の後半にかけて雨がちとなるそう。5月は良い天気が続いて欲しいものです。イギリスなどの6月は「June Bride」というくらいで天気が良い（イギリスに住んだことがないので知りませんが、本当に良いらしい）のですが、日本はどう考えても季節の良い月とは言えない。5月はなるべく良い天気でいて欲しいのです。

週末に起きた大きな事故と言えば、ヘリと小型機の空中衝突でした。この事故で私は、「航空業界にも collision course という言葉があると知りました。考えてみれば、当然ですが。この単語は、政治や経済の英文を読むと結構出てくる。対立関係とか、対立路線と訳せるが、まあ二つの政党なり勢力（国でも良い）の位置関係が衝突を回避できそうもない状態にあると、「この二つは collision course にある」と。

19日の朝日新聞の航空業界における collision course に関する説明は、「人間の目は動く物体は見つけやすいが、止まっているものには気づきにくい。異なる地点から2機が、同じ一点に向かって方向を変えずに直進飛行を続けた場合、操縦席から見える相手機の機影は停止しているように見える。このため接近していることに気づかず、回避操作が遅れる場合がある。こうした2機の位置関係が collision course で有視界飛行の視覚とも言われている」とある。

なるほどってというようなものですな。それで脈絡もなく思い出したのは、道路、特に高速道路というのはわざと曲げて作ってあるということです。運転者が眠くならないように。航空機もまっすぐ進むようにセットしたら、ちょっと気がゆるむでしょう。特に、この二機はともに訓練飛行。計器の説明などを教官から聞いていたのかもしれない。しかし、空から衝突で二機が降ってきた住民にしてみれば、「いい加減にせいよ」という感じ。

とまれ、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》