

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1592号 2001年05月28日(月)

## 《 stagflation in Europe ? 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 先週一時118円80銭まで進んだ円高は国内要因というよりもユーロ安が円高・ユーロ安として展開し、そうした中でドル・円にも波及したものであり、このまま一気に円高にいく兆候はない。しかし、120円をブレイクしたことで、円はしばらくの間は下方硬直性(ドル高に行きにくい展開)を強める可能性がある
2. ヨーロッパ経済は成長率の鈍化(フランスなどで顕著)、インフレ率の上昇(ドイツで顕著)を示す統計が出てECBとして身動きがとれない状況を強めている。こうした状況下では悲観論が強い環境は大きく変化するとは考えられず、ユーロには下方圧力がかかるだろう
3. アメリカ経済は今年第一・四半期の成長率が前回発表の2.0%から1.3%に下方修正され、これで第四・四半期の1.0%に続いて二・四半期連続の1%台の低成長となった。4月の耐久財受注の5%減少(予想外の大幅で今年1月の10.7%減以来の下げ)、4月既存住宅販売の4.2%減少などアメリカ経済の弱さを示す統計が出ており、先行きへの懸念はグリーンズパン発言もあり強まる可能性がある

先週一番目立った動きをした通貨は、ユーロでした。フランスの成長率の鈍化、1980年代初め以来というドイツの高い物価上昇率を受けて、同通貨は対円、対ドルで大幅に下落。せっかく利上げしたにもかかわらず、その直前の当局者のミスリーディングな発言などへの市場の不信感から軟弱になっていたユーロの地合は、欧州全体としての「スタグフレーション」(インフレと景気後退の同居)を想起させるような動きに、大幅なユーロ安となった。

先週のユーロの安値は、対円では101円台があったし、対ドルでも0.84ドル台を記録。週末はニューヨーク市場でやや戻して、対円では103円台、対ドルでは0.86ドル台となっているものの、週末を控えたポジション調整の色彩が強く、ユーロが本格的に反発する兆しは見えない。しばらくは軟調推移と予想される。

ユーロ安・円高を受けて120円台を突破した円は、その時点での塩川財務大臣の「大丈夫」という意味不明な言葉によって「円高へのゴーサイン」という見方から118円

80 銭まで買われたもの。しかしこれは新任財務大臣の発言で、文字通りには受け取れない。黒田財務官が「心配している」という発言をした段階で120 円台に戻した。週末のニューヨーク市場のドル・円相場は120 円60 銭見当。

今の日本にとって円高は、デフレ圧力を強める。今の日本経済の主要エンジンになっている輸出環境を悪化させる。という意味で、「大丈夫」とはとても言えない。どう考えても、望ましくはない。望ましくはない方向にも行くのが相場だが、筆者は今回の円高局面はそれほど進行しないと考えている。それは日本経済に円高を持続させるだけの強さがない（従って資本の流入もない）からで、110 円台の半ばに進む円高では対外投資の増大などが起きて、円高に歯止めがかかる可能性が高いと見ている。

円安サイドへの動きとしては120 円台半ばへの円安は可能性があるが、それ以上の円安も難しいと考える。それは、アメリカサイドにも一方的なドル高を許容できるだけの強さが経済にないからで、それは後で説明するグリーンズパンの米経済への見方を見ても明らかである。今のグリーンズパンの論法で言えば、6 月末の次回 FOMC でも利下げの可能性が十分ある。そうした中では、一方的なドル高も予想しがたい。

### 《 thornier problem 》

筆者が週末に読んで一番興味をもった文章は、そのグリーンズパン講演です。24 日に彼がニューヨーク経済クラブで「Economic Developments」と題して行ったもの。グリーンズパン自らも、アメリカ経済の生産性向上に寄与したインフォメーション・テクノロジーが浸透した経済がなぜ今回のような急減速に見舞われたのか、「バブル」「バスタ」のプロセスを回避する方法はなかったのかなどについて、実に坦懐な見解を述べている。

グリーンズパンの解説は詳細なもので全てを紹介しているわけにはいず、筆者が興味を持ったところだけですが、最初のポイントはアメリカ経済が「inventory rebalancing」に直面せざるを得なかった理由です。なぜなら、IT が発達した社会では流通経路の各段階での在庫はきちんと管理できて、それに伴って生産調整も素早くできるはずだからです。しかし今回のアメリカ経済の急減速では、「在庫」の異常な積み上がりが大きな背景となっている。IT 社会でなぜそんなに在庫が積み上がり、「rebalancing」が必要になったのか。

グリーンズパンは在庫積み上げの問題について、こう述べている。

「Because the extent of the slowdown was not anticipated by businesses, it induced some backup in inventories, especially in the United States. More advanced supply-chain management and flexible manufacturing technologies have enabled our firms in recent years to adjust production levels more rapidly to changes in sales, but apparently these improvements have not yet solved the thornier

problem of anticipating demand.」

つまり、「より進んだ流通経路管理、柔軟な製造技術は売り上げの変化に応じて生産水準を調整することを可能にはしたものの、需要を予測するというよりやっかいな問題を依然として解決できていないからだ」というのである。つまり、需要予測そのものが強化している時には、いくらITが発達していても生産は適正水準に比べて過剰になるし、その段階で需要が落ちれば在庫が異常に膨らむこともある、と述べているのである。

ITは、現状を把握する技術としては確かに素晴らしいが、「需要」そのものは予測できなかったということである。その結果は、消費財、設備を問わずの在庫の積み上がりであり、その結果需要の落ちが明確になった段階での「一斉に始まった在庫の再調整 2000年半ばから始まった米経済調整の深刻化」と説明している。

ニューエコノミー論の一つの特徴は、「在庫の管理が従来に比べて格段に向上したことから、景気循環はなくなるか、そうでなくても緩やかになる」というものだったが、今回のアメリカの経験はIT社会になっても需要予測を間違えば「望ましくない在庫」が膨らむことが今後もある、ということを示したと言える。

では、昨年の後半から始まった「在庫整理」はどの程度まで進んだか。グリーンスパンは、「冬の間在庫整理のペースは加速したし、限られた調査によれば今年の春の段階でも高いペースを保っている」としている。しかしグリーンスパンは「終了した」とは言わずに、「いつかの時点で、在庫整理は終了し、その段階で生産が再開されて米経済の回復は促される」と述べている。つまり、まだ時間がかかると言っているのである。

グリーンスパンはそれがいつ終わるかは最終需要の動向次第とし、最終需要の中では消費支出は軟弱にはなったものの、少なくとも今現在では過度に弱くなっているわけではないとした上で、「もっと問題なのは、資本財に対する需要である」と述べている。グリーンスパンによれば、この部門の需要は企業の短期的な利益率とキャッシュフローの低下によって、「調整」のレベルを超えて減少している。

グリーンスパンが強調しているのは、今は軟弱のレベルでとどまっている消費支出についても、今後の downside risk があるという点。ポイントは、過去3回の利下げの際にFOMCも声明の中で触れてきた株価下落と、それが家計の富に与えた影響。つまり、逆資産効果である。

株の上昇による資産効果としては、株価上昇1ドル分につき、3～4セントの消費増大、消費者の景気先行きに対する楽観論の強まり(ファーガソンFRB副議長の説明)が指摘されているが、グリーンスパンは今その逆が起きており、株価が下がれば景気に打撃になると予測しているのである。

ダウは既に株価水準を昨年夏以前に戻しているのに、グリーンスパンが気にしているのは今でも高値から半値の水準にあるNasdaq構成の著名ハイテク企業株でしょう。これらの銘柄は、アメリカの家計もかなり抱えていると思われるからだ。具体的には、

マイクロソフト、インテル、シスコ、ルーセントなど。

### 《 hoping rebound of some hi-tech names 》

明らかになったのは、矢継ぎ早の利下げに端的に現れている今年に入ってからグリーンスパン政策の背景にある考え方である。それは

1. 最終需要、特に消費者の最終需要を維持して経済へのコンフィデンスを保ち、その中で経済の「inventory rebalancing」が促進され、これが生産促進に繋がるのを待つ
2. その間は、最終需要の落ち込みを避ける面でも、株価下落がもたらしている逆資産効果の顕在化を避けるためにも、株価の維持を望ましいこととして行動する

ということでしょう。今のアメリカ経済では、株価が落ちて最終需要が逆資産効果から落ちれば、景気を支えるものはなくなってしまう。輸出を促進するためにドルを下げるわけにはいかない。それを一生懸命に矢継ぎ早の利下げで支えなければならない、とグリーンスパンは考えていると読める。つまり、今一番FRBにとって怖いのは、ある意味で株価の下落だというわけです。グリーンスパンが一番望んでいるのは、Nasdaqに上場されている一部ハイテク株の株価の戻りだと言える。

ただしこの戦略に危うさが伴うことは確かである。今でもアメリカの消費者の消費水準は可処分所得のレベルからして高い。消費者信用残高も高い。消費者の最終需要に景気の底支えを頼るのにはいくつかの問題がある。高めておいて、設備投資が回復したら「さあ適正水準に」というのも難しい話だろう。株価も、最終需要も「elevated」なところに置いたら、その後の調整は必至になる危険性がある。しかし、そういうリスクを犯しても、今は景気を矢継ぎ早の利下げによって支えねばならないとグリーンスパンは考えているのでしょう。

グリーンスパンのこの考え方に立てば、5月15日に利下げしたのは理解できるし、6月の末のFOMCについてもその可能性が残っていると考えるのは正しいだろう。それが、長期的に見てアメリカ経済の健全度を高めるかどうかの話は別にしてです。

筆者がそれとは別に今回のグリーンスパン証言でもう一つ興味をもったのは、

「A central bank can contain inflation over time under most conditions. But do we have the capability to eliminate booms and busts? Can fiscal and monetary policy acting at their optimum eliminate the business cycle, as some of the more optimistic followers of J.M. Keynes seemed to believe several decades ago?

The answer, in my judgment, is no, because there is no tool to change human nature or to predict human behavior with great confidence. History suggests that risk premiums fall as the perceived threat of an economic downturn progressively fades. The longer an economy expands at a solid rate, the more people are likely to project that rate forward, eroding previous caution. This is a perfectly rational response. If people were accustomed to a three-year business cycle, they would exhibit far greater caution going into the third year of an expansion than if their normal experiences tended more to ten-year cycles.」

という部分である。グリーンズパンは「経済のブームとその破裂を消滅させる能力を、我々はもっているだろうか。一部の忠実な、そして楽観的なケインズ主義者が数十年前に考えたように、財政政策、金融政策を最適な形で運用すれば、景気循環をなくすることができるだろうか」と自問しながら、「私の判断によれば、その答えはNOである」と結論している。

その理由は、「there is no tool to change human nature or to predict human behavior with great confidence」(人間性を変える方法や、自信を持って人間の行動を予測する方法はないからだ) というもの。彼は次のように続ける。

「景気後退の恐れが遠のくに従って、リスク・プレミアムが低下することは歴史が示している。堅固な景気の拡大が長期になればなるほど、人々はその景気拡大の堅固さが今後も続くと考えようになり、その結果以前には見られた警戒感消える。これは完璧に合理的な反応である。もし人々が3年ごとに巡ってくる景気循環に慣れているのなら、10年サイクルの景気循環に慣れているときよりも、拡大の3年目に入る時には警戒感を強めるだろう」

90年代のアメリカの景気は7年以上続いた。しかもその拡大は堅固で、しかもインフレが低い理想型。そうした中では、景気拡大の堅固さに対する確信が増し、警戒感が消えたのは経済という人間行為の範疇から見れば、「完璧に合理的だった(perfectly rational)」とグリーンズパンは見る。グリーンズパンはだから、「中央銀行はそれを阻止できない」と述べている。

この講演を読みながら筆者は、グリーンズパンが1999年6月17日に上下両院合同経済委員会で行った講演とその後の質疑応答を思い出していました。グリーンズパンはその時要旨次のように述べた。

『FOMC が政策決定においてここ数年に直面した重要な問題の一つは、資産価格に

置くウェートであった。既に述べたように、経済成長が持続的に続くとの楽観的な見方が強まる中では、一般物価が安定していても資産価格が持続不可能なレベルに上昇することはあり得る。90年代のアメリカの株価は、その歴史の中でもいくつもないブル・マーケットである。多くのアナリストは生産性の伸びやそれに関連した企業業績の長期見通し改善から生じている「fair value」（適正価格）の上昇を考慮しても、現在の株価は上げすぎだと判断している。

しかし、「バブル」は総じて、事後的にしか認知できない。事前に「バブル」を検知すると言うことは、豊かな情報を持つ多くの投資家の考え方がすべて間違っているという判断を下すことで、いずれにせよ難しい。

バブルの破裂が心地の良いものでないことは確かだが、その打撃が経済にとって壊滅的だとは限らない。10年前の日本のバブル崩壊は、直ちに生産の著しい縮小や失業の急激な上昇を招来しはしなかった。これは議論の余地ありだが、現在の日本の経済問題を引き起こしたのは、その後の失敗であり、それは日本の金融システムが被った打撃にタイムリーに対処出来なかったことである。

同様に、1929年の株価暴落もアメリカ経済を不安定にしたものの、いわゆる「大恐慌」はその後の政策の失敗によるとの見方が一般的である。対して、1987年のブラック・マンデーの株価暴落は、アメリカ経済に対して持続的な打撃を与えはしなかった。』

グリーンスパンの考え方は当時と変わっていない。「事前に“バブル”を検知すると言うことは、豊かな情報を持つ多くの投資家の考え方がすべて間違っているという判断を下すことで、いずれにせよ難しい」とほぼ同じ文章が、24日の講演には入っているからである。

彼は今回更に、「予想される資産価格の崩壊に先立って翌日物金利を下げれば、経済や金融の不均衡を悪化させるだけだと想像できる」と述べている。つまり、「事前に打つ手はない」と言っているのである。であるからこそ、「バスト」が起きたときには「素早く動き続ける」と言っているように聞こえる。

今週の主な予定は以下の通りです。

5月28日（月）	衆議院予算委員会で緊急経済対策について集中審議 米国市場休場（Memorial Day）
5月29日（火）	4月完全失業率・有効求人倍率 4月勤労者世帯家計調査 4月鉱工業生産 米4月個人所得・支出 5月コンファレンスボード消費者信頼感指数

5月30日(水)

NTT ドコモ、次世代携帯電話の試験運用開始

5月31日(木)

5月シカゴ購買部協会指数

小泉内閣の経済再生の為の具体策は、地方交付税の見直し、道路特定財源の一部一般財源化などで徐々に動き出している。今週は緊急経済対策についての集中審議があり、財政面に加えて金融面の不良債権処理の問題で小泉政権がどういう戦略かが明らかになる。今までは小泉政権の金融面の措置はつまびらかではなかった。今週の注目点は、この点でしょう。

### 《 HAVE A NICE WEEK 》

雨の多い最近ですが、週末も雨がち。そういう意味では、冴えなかった。それなのに、月曜日の今朝は、東京はやけに明るい。マーフィーの法則ではないのだから、入れ替わって欲しかったですね。

土曜日には、韓国映画「JAS」を伊勢丹の前で見ました。初日だったので混んでいるかと思ったら、楽勝。席は5分の一くらいしか埋まっていなかった。「シュリ」をDVDで借りてきて見ていたので、その比較もできてなかなか面白かった。どちらも朝鮮半島の分断を扱った映画です。「JSA」は「JOINT SECURITY AREA」の頭を取っている。

多分1998年だったと思ったのですが、朝鮮半島の38度線には行って来ました。当然南から。板門店が見下ろせる展望台のようなところから分断ラインを見たのですが、記憶に残っているのは北側のアパートに洗濯物が干してあったこと。南の連中から言わせると、それはウソ物らしい。

「シュリ」がCTXとかいう現実存在しているかどうか怪しい液体爆弾の攻防を題材にしていたのに対して、JSAは「そういうことは実際にあっただかもしれない」という気がして見ていました。38度線を挟んで、南北2人の歩哨がいるのです。その間隔は100メートルもない。橋で繋がっている。その歩哨同士が仲良くなってしまうことから話は始まる。何十年も分断されていた両方の兵士が仲良くなる。むろん、内緒で。明らかな軍紀違反です。

4人が居るところに北の将校がぱったり来て、そこから物語は急展開。「シュリ」よりも現実的で、心に残る映画の気がしました。「シュリ」にも若干そういうところがあったのですが、この映画も南北は対立をしてはいるが「要するに同じ民族、感情も同じ」ということを強調しているように見える。つまり、ある意味でこういう映画は「融和」への橋渡しをしているのではないかと、思いました。「JSA」は北朝鮮でもヒットするに違いない。許可されるかどうかは別にして。

男臭い映画で、記憶だと目立つ女優は一人しか出てこなかった。結構かわいかったが、映画での役割はもう一つ明確でない。その後、某テレビ番組で知りましたが、「韓国の松

島菜々子」と呼ばれているらしい。この映画は、なかなか ending が決まっている。この手の映画の作り方は、日本の監督よりうまいかもしれない . . . . . なんて思いながら見ました。

知らなかったのですが、シュリとは、朝鮮半島固有の澄んだ川の水にのみ生息する体長7～8 cmの淡水魚らしい。映画の中では北朝鮮スパイの作戦名、及びコードネームとして使用されているのですが、まあ>°)))ゞだから南北を自由に行き来できる。「自由と統一の象徴」らしい。しかし、「シュリ」は日本人が発音しやすいように表記しているようで、「シリー」に近いらしい。

韓国の映画では、「八月のクリスマス」も良かったな。かなり古いのですが。それでは、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》