

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1597号 2001年07月02日(月)

## 〈 stage-managed 〉

今回のレポートのポイントは以下の通りです。

1. 週末に開かれた日米首脳会談は、米政府当局者が「was energetic, with really good chemistry」と表現する雰囲気の中で行われ、政治的には「成功」と言える。しかし、そこから出てきた声明や中味は、市場関係者が欲った疑問への回答にはなっていない
2. 市場は引き続き、日本の小泉内閣が推進する「骨太の改革」のスケジュールとスピード、実効性と日本経済への影響、それへのアメリカの協力度合い、その中での為替相場などへのインパクト、それに円安の限界を巡って、会談前と同じように手探りの状態を続けることになる
3. 先週の金融政策決定会合の結果は、「アメリカは小幅緩和・日本は据え置き」だった。しかし、両国の今後の金融政策は時間の経過とともに一段の緩和に繋がる可能性が高い。このニュースで指摘しているように現在の世界経済は「global slowdown」の最中にあり、インフレ懸念がない。利下げの環境はある。日米欧はサミットに向けて「global recoveryのシナリオ作り」を迫られるが、その作業はかなり難しいものになる
4. 2日朝発表された日銀短観は予想ほどではないにせよ、日本の景況悪化が進んだことを示した。小泉政権はこうした環境下で改革を進めるにあたって早急に一つ一つの仕事をスタートさせ、企業や国民の自立の決意固め促進をはかる一方で、国民の信認を確保しながら将来への展望に期待を抱かせる作業をする必要がある

30日の日米首脳会談は、表面的には双方に対する賞賛の言葉に溢れていたし、二人の指導者の行動にも関係(chemistry)の親密さを表すものが多かった。マスコミ取材陣の前での路上でのキャッチボールがその典型だが、これは事前にシナリオ付けされていた可能性が高い。ニューヨーク・タイムズは今回の首脳会談に関して

「The meeting today was stage-managed to emphasize the United States- Japan partnership and to subject the two leaders to relatively few questions about the

implications of Japan's economic strategy or their differences on the Kyoto Protocol, the global warming accord that Mr. Bush has rejected as "dead."」

と述べている。つまり最初から日米のパートナーシップを強調するために「stage-managed」(舞台演出)されていたというのである。その意味ではこの会談は成功だった。小泉政権はもっとも必要なアメリカの「改革への支持」を受けることに成功したし、欧州・ロシア訪問では国民の期待を裏切って支持率の低下に直面したブッシュ大統領は、キャッチボールを出来る心強い友人が海外にいることを証明できた。

しかし、ブッシュ大統領は首脳会談の直前に日米の新聞報道の形で明らかにされた様々な懸念、具体的には

1. 小泉首相の経済改革、特に不良債権の処理が具体的に実施に移される初期の段階では、日本経済に対して減速、デフレ圧力がかかり、需要の減退、成長率の鈍化(またはマイナス成長)、失業率の増大などの影響が出る
2. その過程で円には下方圧力が働き、またアメリカの対日輸出は一層落ち込み、この結果アメリカの製造業には競争力の低下によって二重の打撃になる
3. その場合、ブッシュ政権は「小泉政権の改革路線への支持」という大枠の政策と、国内産業からの「円安批判・国内産業保護」の板挟みになるが、その場合具体的に円安をどの程度まで容認するのか

などの問題に触れることはなかったとみられるし、首脳会談以外のところで日米間で具体的な話し合いが行われたのかも不明である。ということは、為替市場の関係者は日米首脳会談前と全く同じ疑問を持ちながら、会談後も取引を行うということになる。

この問題が市場関係者以外にも重要なのは、「stage-managed」された日米関係が、コンテンツのところでもどのくらい強固、かつ詳細であるかが不明だということです。むしろ、「強固・詳細」に相互に約束できない事情はある。しかし、その持続性に不安定感が残るのは当然としても、「一応のシナリオ」が用意されていない中では、「firm」を吹聴した日米関係も、一皮むけば「fragile」な関係になる危険性をはらんでいるということである。

筆者は日米首脳会談で明らかにされなかった市場関連の日米協調の中味について、今までの見方を変えていない。すなわち、小泉内閣が改革への具体的道を示し、それに邁進している限りにおいては、アメリカは130円を上回らない範囲で円がゆっくりと弱含み推移することは容認し、それについて表だって異議を唱えたり、市場操作をすることはないだろう、ということである。

## 〈 275 basis points 〉

先週は日米で金融政策決定会合があり、アメリカは小幅利下げ、日本は据え置きを選んだ。FOMC の 0 . 2 5 % の利下げは、市場での利下げ予想が強かった中では下げないわけには行かないが、といて底打ち感を出したくもないという相矛盾するニーズの妥協の産物である。

この FOMC 後に発表された 5 月 FOMC ( 0 . 5 % の利下げを決定 ) の議事録によると、既にこの段階で一人が利下げに反対し、3 人は利下げ幅を縮小するように要請していたことが明らかになっている。また今回の 6 月について言うと、13 連銀のうち利下げを要請したのは 7 連銀に過ぎない。20 年ぶりという矢継ぎ早の「利下げ」の効果 ( 先週号で取り上げた ) に関して、FOMC の内部でも留保意見が出ていることを強く示唆している。

今回の声明がこれまでの声明と一番違っているのは、「年初来もう利下げは 275 ベーシス・ポイントやりました」と年初来累積利下げ幅に関しての記述が最初に出てくる点。「もう累積で 2 . 7 5 % もやりました」というのは、今回も 0 . 5 % の下げを期待した向きへの、想起材料の提供でしょう。「もう十分やったじゃないですか」という。0 . 2 5 % の小幅下げで株が下がることを予想してわざわざ入れた可能性がある。

また前回までの声明には、在庫調整が進んだとか、消費と住宅がまだ持ちこたえている... と言った記述があったが今回はそれが削られて、アメリカ経済の明るい点に関しては低インフレ見通し、生産性向上と米経済に対する長期見通しに限られたこと。弱さに関しては、利益率の低下、企業設備投資の減退、消費の弱い拡大、海外経済の低調が指摘されているが、「消費の弱い拡大 ( weak expansion of consumption )」は、新顔である。

米経済の 7 割近くを占める消費に関する 5 月の FOMC までの声明文は、「Consumption and housing expenditures have held up reasonably well, though activity in these areas has flattened recently」というものだった。前 2 回が同じ表現。今回これが落ちて、消費が「weak expansion」となった ( 声明参考 )。FRB として「消費」を懸念サイドに入れたことになり、大きな変化である。

全体に言えることは、「FRB は年初来もう 2 . 7 5 % も利下げしている」とその努力を強調しながらも、しかし打ち止め感は出さずに消費を懸念サイドに入れて、新たな利下げの可能性を残した、ということです。ただし、利下げのペースは落ちてくる。声明を見る限り、FRB の景況感は悪化している。

米経済の今後の展開は、1) 企業セクターが、利益とそれに伴う設備投資意欲の回復を出来るか 2) 消費者の購買意欲が再び戻るか 3) 海外経済の回復はあるか— というポイントに絞れる。3) は難しい。海外経済がアメリカに頼っている。1) はハイテクセクターについていうと少なくとも直ぐには難しい。2) は、利下げで支えている状況。

27日に発表されたFOMCの声明全文は以下の通りです。

「The Federal Open Market Committee at its meeting today decided to lower its target for the federal funds rate by 25 basis points to 3-3/4 percent. In a related action, the Board of Governors approved a 25 basis point reduction in the discount rate to 3-1/4 percent. Today's action by the FOMC brings the decline in the target federal funds rate since the beginning of the year to 275 basis points.

The patterns evident in recent months--declining profitability and business capital spending, weak expansion of consumption, and slowing growth abroad--continue to weigh on the economy. The associated easing of pressures on labor and product markets are expected to keep inflation contained.

Although continuing favorable trends bolster long-term prospects for productivity growth and the economy, 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.

In taking the discount rate action, the Federal Reserve Board approved requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Boston, New York, Philadelphia, Atlanta, Chicago, Dallas and San Francisco.

FOMCの利下げに対して、日銀が選んだ道は「据え置き」でした。小泉政権の「骨太の方針」が決まった直後であり、「援護射撃」を期待する向きもあったのですが、日銀としては3月19日の「量的金融緩和」への踏み込みは、政府の今回の対策くらいは予想していたからやったのだ、という判断だったのでしょうか。

3月の金融緩和措置が政府からの言質を取らないものだったことが、その後の日銀のスタンス表明や市場へのその意志の伝達を難しいものになっている。日銀と市場の意志疎通は依然としてうまく機能していない。日本の景気回復を確かなものとするには、日銀の政策と小泉政権の政策がうまくシンクロナイズする必要性があり、これは今後の日本の政策課題として残った。

政策金利の据え置き発表の直後から円が円安に動いたのは、1) いずれにせよ日銀は新たな緩和に追い込まれる 2) 今の政策では、日本の景況は一段と悪化する一の一の二

つの可能性のどちらかを市場が先行きとして認識したわけで、市場の期待は今後もそうした方向に働くものと思われる。

### 《 a little better than expected 》

月曜日の午前8時30分に発表された日銀短観は、大企業の製造業の業況判断DIはマイナス16と、マイナス18程度を見ていた市場の予想よりは良かった。しかし、3月時点のマイナス5よりは大幅に悪化している。9月予想は、マイナス14で現在よりは改善するとの見通し。

注目されるのは、大企業非製造業の業況判断が-13で3月時点の「-13」から変わらなかった点。9月予想は-11でやはり2ポイントの改善を見込んでいる。大企業を業種別で見ると、繊維、造船・重機などが景況感を大幅に改善しており、一方で石油・石油製品、鉄鋼、電気機械、精密機械などが景況悪化が激しい。自動車はプラス7からプラス2への変化。全体的に見て、中小企業の業況が悪い。

日銀短観発表の「要旨」は以下の通り。なお、全文の大企業の業況に関しては、最後に付録として添付した。しかし、このニュースをメール版で見ている人には日銀のHPでの閲覧をお願いしたい。

[業況判断DI]

(「良い」 - 「悪い」・%ポイント、( )内は3月調査時予測)

	2001/3月	2001/6月	3月 変化幅	6月 2001/9月 まで(予)	9月 変化幅
< 大企業 >					
		(- 8)			
製造業	- 5	-16	-11	-14	+ 2
		(-11)			
非製造業	-13	-13	0	-11	+ 2
< 中堅企業 >					
		(-21)			
製造業	-15	-30	-15	-29	+ 1
		(-23)			
非製造業	-22	-21	+ 1	-21	0
< 中小企業 >					
		(-32)			

製造業	-27	-37	-10	-39	- 2
		(-32)			
非製造業	-28	-31	- 3	-35	- 4
< 全規模合計 >					
		(-26)			
全産業	-22	-27	- 5	-29	- 2
< 主要企業 >					
		(- 7)			
製造業	- 6	-13	- 7	-11	+ 2
		(- 9)			
非製造業	- 9	- 8	+ 1	- 7	+ 1

今週の予定は次の通りです。

7月2日(月)	6月調査日銀短観(既に発表) 6月新車販売 米5月個人所得・支出 米5月建設支出 米6月製造業NAPM指数 米6月新車販売
7月3日(火)	日英首脳会談 米5月製造業受注 香港金融管理局が預金金利を完全自由化
7月4日(水)	米国市場休場(独立記念日) 英中銀金融政策決定会合 日仏首脳会談
7月5日(木)	5月景気動向指数 山口日銀副総裁講演・会見 米6月非製造業NAPM指数 ECB理事会
7月6日(金)	5月全世帯家計調査 米6月雇用統計
7月7日(土)	G7財務省会合

《 have a nice week 》

暑い週末でした。日曜日は昼に法事が一つあって狭山湖畔霊園にいましたが、12時から25分ほど外で法要をしていたら、その時の暑いこと。お坊さんに心の中で「ちょっと短くしてくれない……」なんて申し上げておりました。むろん、法要の精神はしっかりふまえた上で<^!^>。

法要の最後の方に少し風が出てきてまだ助かったのですが。あとで聞いたら35度を上回っていたそうで、そりゃあ暑いわけだと思いました。

まだ暑い日がしばらく続きそうです。もっとも、今年は夏全体を通して暑いらしい。週末は涼しいところに行きたいですね。

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》

（付録 = 短観の大企業部分）

	大 企 業					
	2001年3月調査		2001年6月調査			
	最近	先行き	最近	変化幅	先行き	変化幅
製造業	-5	-8	-16	-11	-14	2
繊維	-28	-28	-13	15	-20	-7
木材・木製品	-40	-40	-40	0	-40	0
紙・パルプ	13	13	0	-13	0	0
化学	-1	5	-3	-2	-3	0
石油・石炭製品	-13	-38	-50	-37	-38	12
窯業・土石製品	-8	-22	-17	-9	-39	-22
鉄鋼	-14	-28	-32	-18	-36	-4
非鉄金属	20	10	-5	-25	-15	-10
食料品	3	12	4	1	8	4
金属製品	-7	-7	-14	-7	-11	3
一般機械	3	-9	-13	-16	-19	-6
電気機械	-9	-11	-35	-26	-22	13

造船・重機	-30	-20	0	30	-10	-10
自動車	7	-6	2	-5	-9	-11
精密機械	-11	-23	-22	-11	-26	-4
素材業種	-6	-10	-14	-8	-17	-3
加工業種	-5	-7	-17	-12	-13	4
非製造業	-13	-11	-13	0	-11	2
建設	-29	-31	-33	-4	-35	-2
不動産	18	18	20	2	10	-10
卸売	-11	-8	-12	-1	-13	-1
小売	-20	-13	-18	2	-7	11
運輸	-21	-18	-18	3	-16	2
通信	18	18	9	-9	9	0
電気・ガス	6	6	12	6	6	-6
サービス	5	0	4	-1	3	-1
リース	11	-11	22	11	11	-11
全産業	-9	-9	-14	-5	-13	1

	全規模合計					
製造業	-19	-24	-30	-11	-32	-2
非製造業	-24	-26	-25	-1	-27	-2
全産業	-22	-26	-27	-5	-29	-2