

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1615号 2001年11月26日(月)

《 U.S. is now officially in recession 》

本日のレポートのポイントは次の通りです。

1. アメリカでは今週、恐らく月曜日に、「米経済は今年3月にリセッションに突入していた」との公式判定を「National Bureau of Economic Research」が下す。しかし、株価や債券相場は既に、「予想より軽微なリセッションとその後の強い成長」を睨んだ動きを示している。株はダウで1万ドルに接近し、テロ後に景気悪化懸念で4%割れ寸前まで落ちた10年政府債の利回りは、先週末には一時5%を上回った
2. 現在は正に、テロ後の同国経済情勢が厳しかったことを示す指標が次々に出ている最中だが、金融・財政両面での「戦力の一挙投入」とも言える政策サイドの努力と、10月の小売売上高の急増、失業保険申請者数の減少など一部で出てきた景気回復の兆しが、市場を勇気づけている。ただし、経済実体が期待に追いつくにはまだ時間を要する筈である。この間は、株価の一直線の上昇、債券利回りの持続的上昇は保証されない
3. 日本では7特殊法人の改革(廃止・民営化)で、ようやく「小泉改革」の具体的一歩が踏み出された。どのような改革も「形」が決まらなければ前に進まないという意味では、評価できる。特に道路公団への3000億円の税金投入停止は、日本の道路建設にコスト意識をもたらす重要だ。償還期間に関して小泉首相は50年で妥協して新たな高速道路の建設を可能にしたが、どの道路を優先して造るかは第三者機関に任せ、今後はこの機関の中立性と経済全体の視点からの効率性を見る目が重要になってくる
4. ある程度形を作り込んできたが、魂を入れるのはこれからの作業である。NATO(No Action Talk Only)と揶揄されてきた小泉政権も、正しい方向への歩みを開始した。しかし、予算措置では一次補正のあとに直ぐに二次補正の話が出てくるなど、日本の経済政策の「戦力の逐次投入」の基本ラインは変わっていない。これが市場の政策評価を低くしている。こうした状況では、市場が日本経済の力強い回復を予想するのは無理で、実際に株式など日本の市場の動きも現実を反映している。改革のペースも遅い。この状態は当分続こう
5. 日本経済にとっての光明があるとすれば、それは円安である。先週のニューヨーク

市場では円の引値が124円台となった。同時多発テロの直後は「アメリカ経済への打撃が大きい」ということで115円まで円高になったが、介入を受けてドルが反発した後はジリジリと円安が進行している。日本の通貨当局の一部には、円安の進行を図るための外債購入が検討され始めており、ブッシュ政権はこのアイデアを前向きにとらえているという。円は一段と軟化する可能性が高い

National Bureau of Economic Research (NBER、ネット上のサイトは<http://www.nber.org/>)の「リセッション判定」は、6人の委員によって下される。委員はRobert Hall(議長)、Martin Feldstein、Ben Bernanke、Jeffrey Frankel、Robert Gordon、Victor Zarnowitz。彼らは23日に既に電話で会合を開いており、その結果が今週発表される予定である。その発表は恐らく月曜日になる。

NBERは政府機関ではないが、伝統的にアメリカの景気サイクルを正式に決めてきた機関であり、通常判断は半年以上のラグをもって決められる。今回について言えば、アメリカのリセッションの突入時期として「今年3月だった」との判断が下るものと見られる。多くのエコノミストが見ていた通り、アメリカは既にテロ発生の際にはリセッションになっており、現在はその開始時期に対して半年以上がたっていることになる。

戦後のアメリカのリセッション(定義としては2・4半期連続のマイナス成長)の平均持続期間は12ヶ月前後。もし今回のリセッションがこの平均持続期間で終わるとすれば、来年第二・四半期から米経済は回復基調に入ることになる。

また「株価は4~5ヶ月先の経済を予測する」という経験則を現在の株価上昇に当てはめれば、これも来年第二・四半期の景気回復を示唆している。その意味では、株価や債券相場が正に上昇を開始したときにリセッションの公式判断が出ることの矛盾はない。

《 many depend on the from-now-on 》

ダウで見て1万ドルに接近した株価(先週末の引値は9959.71ドル)、それに5%を上回った10年債の利回り(先週金曜日の引けは4.99%)は、市場としては現在のアメリカのリセッション(過去10年で初めて、戦後では10回目)が春には終わり、来年の第二・四半期には米経済が回復基調に戻れると判断していると言える。しかし、課題も多い。

鉱工業生産、雇用統計などでテロ後の暗い米国経済を示す指標が多い中で、先週は

一部消費者景気信頼感指数の上昇

10月の小売売上高の急増

失業保険申請者数の減少

などが発表された。今後のアメリカ経済の回復を示唆する数字で、これが株高、債券

利回り上昇の背景となった。

今後一番注目されるのは、感謝祭連休からの holiday-season の小売り売り上げ。米経済の牽引車だった消費の動向を見る格好の材料だからだ。現在の状況は「客足はむしろ多い」(業界関係者)ようで、オンライン組(アマゾン、ヤフーショッピングなど)の好調もあって、期待感が高まっている。既にシーズン当初の売り上げのアップトレンドを見て、オニール財務長官は

「アメリカ経済は回復に向かっている。感謝祭休日の売り上げは私がもらっている統計では昨年を4%上回っている。消費者は弱気ではない。米経済が鈍化を体験したことは間違いないが、来年初めには回復は始まる」

とABCテレビに語った。しかし一方で、消費者一人当たりが使うお金の金額は少なくなっているとの報告もあり、これは今後の動向次第。まだ holiday-season は始まったばかりである。

米債券相場下落(利回りの上昇)には内部要因も働いているようだ。それは、テロ後の景気悪化懸念の中で債券相場が大きく上昇して、機関投資家のポートフォリオ全体に占める債券のポートが膨らみ、バランスを崩したという状況。つまり、ポートフォリオ全体に占める債券の割合を落とし、株など他の資産の組み入れを強いられている向きがあるのではないかと、この見方である。もしそうだとしたら、株高も割り引いて見なければならぬことになる。

まとめると、筆者の今後の米国経済に対する予想は以下の通りである。

「政策サイドの戦力の一挙投入、それを受けた株価の素早い回復、それに一時は強いと見られていたタリバン政権のあっけない崩壊、民間企業の素早い対応で、アメリカの今回のリセッションはテロ直後に予想された程深刻なものにはならず、来年の春には経済は再び回復に向かう。しかし、その回復のペースは90年代のITのような牽引車がない分だけ緩やかなものになる」

というものである。その面では、株価も債券相場もこの当たりで一呼吸する可能性が高い。強気に傾いた市場では「もうFRBの利下げはない」との見方も台頭している。しかし、この見方は時期尚早だろう。グリーンスパンの考え方はインフレの懸念がない中では、やれることは全てやって回復基調の取り戻しを最優先したい、ということだと思われる。従って筆者はまだFRBが利下げを行う可能性は残っていると見たい。

一方ドルは先週末の海外市場で124円台を付けた。日本の輸出業者がいない中でのドルの上昇で、また商いも薄かったからどのくらい実力でのドル上昇かは疑問が残る。しかし、先週の一連の記事や日本が取れる景気刺激措置を勧告するに、徐々に円安・ドル高は十分にその可能性が高いと考える。

FT などの記事(Japan looks at foreign bond move)は先週発表された10月11日、12日開催分の日銀金融政策決定会合の議事要旨「V 採決」の部分を引用している。会合の大勢の考え方(金融市場調節方針を維持すること)に対してある委員が主張としたとして、日銀発表の原文で以下のように表現されている部分である。

「ただし、ひとりの委員は、「物価水準ターゲット」を導入したうえで、日銀当座預金残高を10兆円程度とし、さらに、資金供給の円滑な実施のため、保有長期国債の残高を銀行券発行残高までとする現在の制限を外すべきであると主張した。

その理由としてこの委員は、(1)デフレ防止の意思を、具体的な物価水準ターゲットによって示すべきであること、(2)達成時期を明示した物価目標を持たないと、いずれ政府によって目標を押し付けられるリスクがあること、(3)経済情勢の悪化に対応し、量的緩和を進めるべきであること、(4)現実に、これまでの当座預金の量的拡大は、10月以降の株価の持ち直しや為替の円安傾向維持に効果があったとみられること、などを挙げた。さらに、量的緩和の手段として、日銀法第33条の通常業務の範囲内で外債の購入が可能であると考えており、購入・管理方法等について検討すべきである、と主張した。」(下線は筆者)

決定会合はこの委員の意見のうち外債購入に関する提案を評決に掛けることはしていないが、FT はこの提案に対するアメリカ政府の意見を聞いて、「むしろアメリカは以前より前向き」と報じている。以下の部分である。

「US administration officials indicated they had been asked privately about the proposal and had responded positively.

The US has often expressed reservations about basing Japanese policy on yen weakness, allowing Japan to export its way out of recession. It now appears to be more willing to tolerate a depreciation of the Japanese currency. 」

この考え方は「日本はアメリカに資本を持ってくる限りアメリカに輸出できるし、その結果として円が軟化しても許容できる」とのリンゼーの考え方に沿ったものだ。誰がプライベートにアメリカ政府(例えばリンゼー)にこの提案(外債購入)について意見を聞いたのかなどはこの記事では分からない。しかし、こうした考え方は日本が政策手

段を使い尽くす中でむしろアメリカサイドに根強くあるもので、今後日米間でも論議の対象になってくる可能性があるとする。

FTはこの提案のリスクとして、A)円安奨励は、日本からの資本の引き揚げにつながる危険性がある B)アジアでの通貨の切り下げ競争を招来する危険がある――の二つを指摘している。実際その通りで、この外貨購入政策もむろん万全なものではないが、為替相場を考えるならば「円安圧力」の一つになることは間違いない。筆者は、今後の円相場の対ドルなどでの徐々なる円安の進行を予想したい。

なお先週出た為替に関するニュースとしてはブレア英首相が「英国の将来は欧州の中にある。英国はこの事実を見落として、大きな損失を受けてきた」と述べて、ポンドのユーロへの加入を強く示唆したこと。これは今後の号で取り上げたいが、国民投票はあっても「次の総選挙の時」とされており、かなり先である。

《 no more NATO ? 》

口の悪い人から NATO (No Action Talk Only) と揶揄されてきた小泉首相も、先週は「ポスト小泉の首相候補が与党にはいない」という厳然たる事実を武器に、特殊法人改革で一步前進した。ここで譲歩した、あそこでも譲歩したという批判はあるが、どんな改革でも改革後の「形」がなければ進まないことを考えれば、日本道路公団など道路関連4法人、住宅金融公庫、石油公団、都市基盤整備公団の7特殊法人に関して「民営化・廃止」の方向、それに「改革後の形」が決まったことは明らかに前進である。今までは改革後の「形」さえなかった。

「道路関連4法人の民営化」方針の中で一番重要なのは、「3000億円の税金投入の打ち切り」である。これまでこの3000億円は公団に対する一種の利子補給となっていた。これが残る限り、公団の工事のコスト意識は改善せず、工事期間も脇甘のままだっただろう。業界の人間なら公団が作っている道路は、民間が造れば短い工期で、安いコストで出来ることを知っていた。3000億円が支出されなくなると、公団が支払う借り入れ金利は増大し、コスト(工事費、工期)を気にせざるを得なくなるし、その後の回収にも熱心とならざるを得ない。

公共事業で一番問題なのは、要するに「コスト意識の欠如」だったわけで、今回はこれで前進した。償還期限を30年から50年に延長したことで11兆円程度の新規工事(未達の2400キロ)に回せるお金が出てきて、これを批判する人も多い。しかし、政治は最後は妥協である。その意味では、小泉首相が償還期間30年より3000億円の税金投入打ち切りを取ったのは正解だろう。コスト意識さえ芽生えれば、新しく作られる道路もこれまでよりは日本経済にとって役立つものになる可能性がある。

批判者の多くが指摘しているとおり、詰めの部分が先送りされたことも確かである。

道路関係に関しては、残された問題の多くは第三者機関で話し合われる。仮に小泉首相が退陣したときなどには、この第三者機関はその性格が大きく変わる可能性がある。また廃止が決まった3公団・公庫に関しても事業継承などの可能性が残っており、名は消えても組織は残る可能性が出てくる。

しかし、これは今後の課題であって、大方針に間違いがあるわけではない。そういう意味で、小泉改革は前進したし、多くの日本の新聞が社説で使ったように「突破口」は出来たと言える。

問題は、小泉政権が持続し、その作られた仏に魂が入れられるかどうかだ。これは今の政局から言って分からない面がある。また突破口をつかむのにもここまで時間がかかったこと、補正予算の問題を見ても一次が終わったら直ぐに二次と「戦力の逐次投入」が相も変わらず続いている。日本経済の回復の足取りは同時多発テロがあって一次は心配されたアメリカより遙かに遅いものになると考えるのが自然である。そういう意味でも、円安が進行しやすいと言える。

今回の7特殊法人の改革でも予算編成でも、90年代からの日本の経済政策の特徴である「戦力の逐次投入」の基本線は変わっていない。恐らくこれが、日本政府の政策に対する市場の評価を低いものになっている。こうした状況では日本経済の力強い回復は期待できないが、株式などの低調な市場の動きはこうした現実を反映したものと言えよう。日本のこの状態は、当分続くと考える。

今週の主な予定は次の通りです。

- | | |
|-----------|--|
| 11月26日(月) | 山口日銀副総裁講演
銀行の9月中間決算集中日
アフガン各派と国連の新政権協議(ベルリン)
田中外相、パキスタンのムシャラフ大統領と会談 |
| 11月27日(火) | 内閣府「年次経済財政白書」
米11月コンファレンスボード消費者信頼感指数
アフガニスタン復興準備会議(イスラマバード) |
| 11月28日(水) | 10月商業販売
独連銀ヴェルテケ総裁講演(銀行会館)
米FRB ベージュブック |
| 11月29日(木) | 10月鉱工業生産
日銀金融政策決定会合
池島炭鉱閉山
米10月耐久財受注
米10月新築住宅販売 |

11月30日(金)

10月完全失業率・有効求人倍率

10月勤労者世帯家計調査

10月全国・11月東京都区部消費者物価

10月住宅着工・建築着工・建設工事受注

米7-9月GDP改定値・企業収益

米11月シカゴ購買部協会指数

ユーロ圏7-9月GDP

グリーンSPAN FRB議長講演

《 have a nice week 》

先週は出張で京都、神戸に伺いました。京都は毎年ですが、神戸は久しぶり。今年の京都は、去年に比べて紅葉が早い。寒かったため、去年はまだ暖かくてこの時期はまだ紅葉は始まったばかりだったのが、今年は「今が見頃」という状況。時間を見付けて東福寺に行ったのですが、それは素晴らしい紅葉だった。

海外に行かなくなった旅行者がどこに行ったのかと思ったら、京都のようなところらしくて、今の京都はどこに行っても旅館、ホテルは満タンだそうです。まあ、旅行が習慣化した人は、海外に行けないとなったら国内で行く場所を探す。京都が一番の候補と言うことでしょうか。

神戸は、私が見ることが出来た街の景観から見る限り、あの大きな地震の後遺症は「完全になくなった」という印象です。街に「神戸らしいつや」が戻ってきているように見える。神戸には震災以来何回も来ていますが、どこかしら震災の後遺症が残っていた。三年後くらいでも、表通りは綺麗になっていても、裏路地に入ると道路の段差があったり、ビルが地面から浮いていたり。まだ壊れている家もあった。それは4~5年たったあとでも変わらなかったような気がする。

今週は月曜日に一日だけですが、名古屋にお伺いします。お客さんに会うのは楽しい。こちらの知識もリフレッシュしますので。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(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》