

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1564号 2000年10月30日(月)

〈 slowing U.S. economy 〉

アメリカ経済は、今年第三・四半期に予想外の大幅な鈍化を記録しました。先週商務省から発表された同期の実質 GDP は速報ベースで伸び率が2.7%と第二・四半期の5.6%の半分以下になった。この伸び率は、99年第二・四半期以来の低さ。事前に景気拡大ペースの鈍化は予想されていたものの、それでも予想の中心は+3.5%だったから、伸び率の鈍化は著しい。

大幅な経済拡大ペース鈍化の背景は政府支出の大幅な減少。消費需要は高い水準を保っているが、これは「景気後退が起きるとしたら消費の減退から」という予想とやや食い違うものである。一方、経済拡大ペース鈍化の中にあって個人消費支出で計測したインフレ率は前期比で2.4%の上昇と、前期の2.1%の上回った。これは石油価格の上昇などを反映したものの。このインフレ率は、食料品とエネルギーを除外すると1.9%で、第二・四半期の1.7%を上回っている。政府支出の減少がなかったら、同四半期の米 GDP 伸び率は実質で3.3%になっていた。

この GDP 統計の評価に関しては、二つの考え方がある。少数派としての一つの見方は、景気の落ち込みが早過ぎるというもの。3.5%の伸びが予想されたときに2.7%は伸び率が小さすぎると言うのである。もう一方の見方は、「これでソフトランディングの可能性が高まった」というもので、週末の株式市場はこの見方に立った。

金曜日のニューヨーク株式市場では、「米経済は軟着陸が可能」という見方と、「(FRBの金融操作は)次は利下げ」への期待が一気に高まり、伝統的銘柄が多いダウは大幅に上昇した。Nasdaq もつれて高くなったが、こちらは収益発表が企業によってまちまちで上げ幅は控え目。引けのダウは10590.62ドルで10500ドルの大台を回復した。これは木曜日の引けと比較して+210.50(+2.03%)の大幅高。一方、収益懸念の残るNasdaq は上昇したものの、引けは3278.36で前日比+6.18(+0.19%)にとどまった。S&P 500 は1379.58で+15.14(+1.11%)。業種の中で一番上げたのは金融株で、J.P. Morgan は日中12.81ドルも上昇して158.50になり、シティーグループやAmerican Expressも高い。

米経済に対する楽観的な見方を代表して、全米購買部協会のジェリー・ジャニノウスキー会頭は

「景気が鈍化しているのは確かだが、バードランディングに向かっていない。アメ

リカの民間経済は健全な状態にあり、設備投資は減少したものの景気鈍化の原因は住宅建設と政府支出で、消費者の消費は堅調である。米経済は民間も政府も期待していたソフトランディングに向かっていると見える」

と指摘している。いつの時代でも難しい経済の「繁栄の後の軟着陸」が、こうした見方の通りにいくかどうかについては疑問点がある。ハイテク株の一角にバリュエーションの高い銘柄が残っており、株価がこのまま落ち着くかどうかは不明。「株価本位制」の今のアメリカ経済では、常に経済運営が株価に左右される面を持つから、株式市場の動きが持つ意味は大きい。来週には決まる次期大統領の政策やパーソナリティーも、経済のパフォーマンスには影響が出る。

米景気鈍化の恩恵を受けたのは、先週の後半に対ドルで82セントの前半の史上最安値を付けたユーロ相場。「米欧間の成長率格差が縮小する」との見方から、ユーロは対ドル83.95セントと大幅に上昇した。対円では108.72円。しかし筆者は、このユーロの回復は持続的な回復への一歩とは見なせない。

なぜなら、ユーロ安の大きな背景になっているのは欧州に資金が入ってこないし、むしろ流出が大規模に上っているということである。そしてその原因は、成長率格差や金利格差ではなく米欧の経済体質の違いに根ざしているからである。欧州自身が抱えている問題で発生しているユーロ安は、外部状況の変化だけでは大きな展開は見られないと思われる。EU加盟諸国の足並みは揃っていないし、一方前回のレポートでも指摘した通りアメリカも介入には乗り気でない。ユーロの弱さは続くと考える。一方円相場は引き続き狭い範囲での小動きが続くそう。

〈 oil prices are stabilizing 〉

石油に関しては、石油輸出国機構（OPEC）の議長が「50万バレルの増産」を示唆したこともあって、先週は週を通じて30ドル台の下の方で安定した動きを続けた。中東情勢は依然不安定だが、このニュースで繰り返し指摘しているように、中東情勢が悪化しても原油供給に影響を与えなければ、価格を押し上げる要因ではない。むしろ OPEC は石油を武器に使うよりも、価格の安定を指向しているようである。

一方先週は、経企庁の試算として興味深い数字が発表になった。日本の原油消費量の実質GDP比は、1974年を100とすると99年は50.6と約半分まで低下したというのである。同庁は

「原油価格が上昇しても第一次石油危機のような混乱は生じない可能性が高い」

と分析している。それによると原子力など代替エネルギーの広がりを受けて、79年の

第二次石油危機当時には 83.8 に、湾岸戦争直前の 90 年には 53.3 と低下傾向。欧米諸国も同様で、74 年を 100 として 99 年の米国は 53.0、英国は 46.7 といずれもおよそ半分になった。

対して、韓国などアジア諸国は通貨安の影響などもあり GDP に対する原油消費量が上昇している。99 年の韓国は 74 年の約 1.5 倍になっているという。企画庁は、「原油高はアジア経済に与える打撃が大きく、輸出減少という形で日本経済に跳ね返ってくる」としているが、世界経済を全体から見ると、原油価格の上昇に対してかなり強い耐性が出来ていると考えられる。

今週は 30 日に日銀政策委員会があり、その翌日 31 日午前 8 時 50 分に「経済・物価の将来展望とリスク評価」が初めて公表される。これに関しては先週の 25 日に日銀の篠塚審議委員が詳しく説明しているので、その説明を借りながらその狙いや具体的な発表方法を見ると次の通り。

狙い

金融政策は、このような政策決定参加者一人一人の情勢判断を基礎として運営されている。情勢判断についてはこれまでも、毎回の決定会合の議事要旨や金融経済月報の中である程度は織り込んでいるが、先行きの経済・物価の見通しを必ずしも明示的に示してはいない。そこで、今回の検討では、金融政策運営の透明性を一段と向上させるためには、新たに「経済・物価の将来展望とリスク評価」を公表することが適当であるという結論に至った。

発表方法

具体的には、(1)年 2 回(4 月、10 月)という頻度で、その月の金融経済月報に「経済・物価の将来展望とリスク評価」というパートを新設する、また、(2)その中で、参考計数として、実質 GDP、国内卸売物価指数、消費者物価指数(除く生鮮食品)の 3 つの変数について年度平均前年比の値を「政策委員の見通し」として示す。さらに、(3)この政策委員の見通しについては 2 種類の計数を公表する、すなわち、一つは、政策委員がそれぞれ作成する見通し計数のうち最低値、最高値を 1 個ずつ除いたものを「幅」で示した「大勢見通し」であり、もう一つは、最低値、最高値を含む全ての見通し計数を「幅」で示した「全員の見通し」。

見通しの対象

物価については、消費者物価と国内卸売物価がともに代表的な指数で、これら両方についての見通しを示すことが必要かつ妥当。さらに、物価の動きは、その背後にある実体経済の動きとの関連で評価する必要があり、経済全体のイメージを示すために

は、実質GDPの成長率の見通しも合わせて示すことが適当である。

大勢見通しと全員の見通し

「政策委員の見通しに関する大勢見通しと全員の見通しの違いは何か」については、そもそも政策委員会では多数決で全ての議案を決定しているが、大勢見通しは政策決定に対応する見通しということになる。しかし一方、政策委員会における議論は多様で、斯く言う私（篠塚委員）も、ゼロ金利政策が解除されるまで、解除を主張した少数派だった。議論に幅がある場合には、それを国民に明らかに示すことも重要。こうした観点から、大勢見通しと全員の見通しの双方を公表することが、金融政策運営の透明性向上に資すると判断した。

政府の経済見通しとの関係

「政府の経済見通しとの関係をどのように考えるか」という論点については、政府の経済見通しは、政府として必要な諸施策の推進を前提として経済の姿を示すものであると理解。一方、政策委員会の各メンバーの経済・物価見通しは、金融政策が不変であるという前提を置いて、その下で金融政策の運営スタンスを決定するうえで基礎となる先行きの経済情勢について、各委員の見方を「幅」の形で示すもの。

因みに、海外の例をみても、政府と中央銀行の見通しは必ずしも一致している訳ではなく、むしろ異なることが多いようにみられるが、それで経済政策運営の整合性が問題になるというものではない。むしろ仮に違いがあるならば、その背景をどのように理解するのか、といった点を十分に議論することが、より適切な経済政策運営に資するものと考える。

見通しの責任

さらに、「見通しが外れた時にはどのように責任を取るのか」というご疑問もある。また経済・物価見通しの具体的な計数を公表することについては、有識者の間でも、「政府の経済見通しの達成度が、0.1%といういわば誤差のレベルで問題視されるわが国の風土を踏まえると、表面上の見通し数字と実績の乖離ばかりが目されるのではないか」、あるいは、「見通しが政策目標と誤解され、かえって政策運営の手足が縛られるのではないか」などと懸念する声も聞かれる。

しかし日本銀行は、「国民経済の健全な発展」の重要な前提となる「持続的な物価安定」を確保するという使命を負っている。そのためには、経済情勢が変化すれば、そうした変化に対応して適切に金融政策を運営することが不可欠。同時に、こうした政策決定の考え方やプロセスなどをきちんと国民に説明することも、日銀に課された重要な責任の一つ。私（篠塚委員）は、新たに、「経済・物価の将来展望とリスク評価」と、その参考計数として経済・物価見通しの数値を公表することが、日本銀行と

国民の間で先行きの経済・物価情勢に関する認識を擦り合わせるための出発点になると思います。そして、今回の報告書の根底に流れる私どもの考え方、すなわち、「持続的な物価安定」という目標の達成に向けて金融政策運営の透明性を一段と向上させるようとする考え方をご理解頂ければ、先ほどのような懸念も杞憂に終わると考える。

日銀の最近の「物価の安定」に対する取り組み姿勢はかなり真剣である。それに日銀法によっても決められた日銀の使命に関わる問題だからだが、以下のような疑問は残る。

1. 今の日本の置かれた経済環境において、「物価の安定」をことさら取り上げ、これのみを論じる意味合いはどこにあるか。この議論が国民の本当のニーズに沿ったものかどうか。80年代の後半にやっておくべき事だったのでは。今の国民の関心はもっと他の場所（雇用、収入、景気など）にあるのではないか。
2. 「物価の安定」を日銀は、「デフレ」でも「インフレ」でもない状態と定義しているが、この表現は曖昧である。現実の経済活動では、企業も個人も常に個々の商品、資産価格の激しい値動きに直面している。価格が動くこと自体が、経済の活力でもある。市場経済の変化の中では個々の物価は大きく変動するのが当然であり、そういう時期に「一般物価の安定」だけを論じる意味合いはあるか
3. 国の経済政策の選択に関して、財政と金融との組み合わせの中で考えるという姿勢がまだ弱いと思われる点。経済政策には多くの組み合わせがあるはずで、それは金融政策と財政政策との組み合わせであり、政府の意見との不整合に関して両経済政策の担当政策当局が激しい論争をしても良いと思われるが、その姿勢が依然として弱いように見える

などだが、この問題はまた論じてみたい。

今週の主な予定は以下の通りです。

- | | |
|-----------|---|
| 10月30日(月) | 日銀金融政策決定会合
野村証券、テレビによる株取引開始
米9月個人所得・支出
欧米冬時間に移行 |
| 10月31日(火) | 9月完全失業率・有効求人倍率
9月勤労統計
9月住宅着工・建築着工・建設工事受注
米10月消費者信頼感指数
米10月シカゴ購買部協会指数
米9月新築住宅販売 |

11月1日(水)	10月新車販売 米10月製造業NAPM指数 米9月建設支出 米ページブック
11月2日(木)	9月全世帯家計調査 米第3Q労働生産性 ECB理事会 米9月景気先行指数 米9月住宅完工
11月3日(金)	東京市場休場(文化の日) 米10月雇用統計 米9月製造業受注 米10月非製造業NAPM指数

《 have a nice week 》

週末はあまり天気は良くなかったですね。でもイベントは沢山あった。プロ野球の日本一も決まったし、日本のサッカーはアジアで一番の地位についた。サッカーの決勝戦は見ようと思っていたのですが、つい寝てしまった。今シリーズでは一番緊迫した試合だったようです。巨人が優勝を決めた土曜日はたまたま誘われて東京ドームで見ていたのですが、ダイエーの選手、特に松中は気の毒だった。それにしても、両チームの「持ち駒」の差は明確だった。球場で一番大きな拍手があったのは、MVPの松井ではなく、清原でした。

本を2冊紹介しましょう。一冊は今年の春から夏にかけて私も何本か短い文章を書いた「次の10年に何が起きるか」という新潮社の国際経済雑誌「フォーサイト」の特集号。

「10年後」と最初私も聞いたときには、特に相場をやっている人間として「難しいな」と思ったのですが、考える価値は十分にあった。株価や失業率の先行きを占いながら書いた記憶がある。出来上がった本には実の多くの人関わっている。

先ず読んだのは、塩野七生さんのローマに学ぶという文章ですが、この中では「区分け」という考え方に興味を持ちました。人間任されたこと、自分がきちんとやらねばならないことをきちんとすれば良いのであって、あれやこれやをすべてうまくやろうとするのが失敗のもとと。

まあつまり、専門家の集団にしようというわけです。日本を。素人の集まりではなく。だから、専門以外のところで多少外れていようが、立派な政治家、立派な経営者というのがいても良いというのが彼女の意見のように思えた。それには確かに一理ある。しか

し現実はそのようになっていない。この本は実に多くの問題を扱っていて面白い。辞書のよう
に一項目づつ読んでいくのも良いと思う。

もう一冊は、「ネット起業 ! あのバカにやらせてみよう」(文芸春秋社)。ネット関
連の本は何冊も読みましたが、ここには「生身の人間」の勇氣(時に蛮勇)、思い切り(時
に思い込み)、逡巡(時に決断)、賢い経済行為(しかししばしば愚考と愚行)、そして失
敗(時に成功)がある。

この本を読みながら、「信長と家康」、「大企業とベンチャー」などいろいろなことを思
いました。ベンチャリストはどう見ても「信長」タイプが多い。とにかく彼等は走る。
大企業に囲まれた、そして誰にも先が見えない環境の中で走らなければ潰れるから、ア
イデアでも資金でも走る。しかし、自分(ベンチャリスト)が思うほどには、作ったば
かりの会社も、思いを入れた顧客も、そして時代も自分の部下も動いてくれるわけでは
ない。ベンチャリストのほとんどは「家康」にはなれない。

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》