

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1576号 2001年02月05日(月)

《 rapid and forceful 》

今週のレポートの主なポイントは次の通りです。

1. 新年明け一ヶ月の時点で、日本経済、アメリカ経済とも明らかに従来の大勢シナリオとは違った展開を示している。日本経済は「ゆるやかな回復の持続」を主張できない景況の弱さが徐々に目立ってきており、日銀はまだ暫く姿勢を変えないかもしれないが、少なくとも政府は2月の月例経済報告で「景気判断を下方修正」と見られる
2. 一方アメリカでは消費者景気信頼感、全米購買部協会指数など重要な指標がこの先同国経済のリセッション入りを示唆するかのような急低下を示しており、これを受けてFRBは「強い姿勢」で1月の末に今年に入って二回目の0.5%の利下げを行った
3. アメリカの利下げは今後も継続する見通しで、この結果アメリカの短期金利は年の半ばごろには4%台の前半まで低下しよう。また景気の急速な鈍化の中で、民主党もブッシュ政権の減税提案に対する反対理由を失いつつある。ポイントは、こうした一連の利下げ、減税に景気がどのように反応するかだが、デジタル経済の進展の中で米経済の反応は読み切れない面が残る
4. 景気の明確な落ち込みの中で、日本では再び金融政策を巡る議論が高まるだろう。量的金融緩和論、ゼロ金利復帰などが議論の対象となり、財政面でも「新たな支出」を求める声が強まる可能性が高い。しかし、政策対応で残された方策の数ではアメリカの方が圧倒的に余裕がある。日本の経済政策運営は苦しいものになるう。こういうときにこそ、日本政府の明確な、強いシナリオの提示が必要だが、それは望み薄であり、引き続きアメリカ経済より日本経済の先行きが心配な状況が続く
5. この結果、日米とも株式市場は最近の下値からの回復の足を止めざるを得ない局面もくると考えられる。ただし、アメリカの政策対応が素早く、しかもその政策は従来にない力強さを持っているため、回復への期待も残しており、「先読み」が常である市場が直ちに大きく崩れる気配もない。過去2ヶ月に比してドルに脆弱性が出てきたことは確かだし、これまでの上げに対する修正の動きも出ているが、

レパトリ (REPATRIATION) 以外に円が持続的に上昇する理由はない

まず先週の FRB の利下げから見ると、下げ幅は予想通り 0.5% でした。この結果、フェデラルファンド金利の誘導目標は 5.5% に、公定歩合のそれは 5.0% になった。これで FRB の利下げは 2001 年の 1 月だけで 0.5% 幅で 2 回となったが、これは公定歩合では 90 年代の最初以来、FF 金利では 80 年代の前半以来の下げ。FRB がインフレ圧力の見られない中で、思い切った利下げを矢継ぎ早に展開しているのが判る。

声明文を一読して判るのは、「強い単語」が多いということだ。「appreciably」「sharply」「rapid」「forceful」などと続く。1 月 3 日の利下げ時の声明には、緊急利下げだったにも関わらず、この手の単語は一つもなかった。声明は、米景気が「appreciably」(明確に認識できる形で)に、そして「sharply」(急速に)に悪化しており、それに対しては「rapid」(早急に)で「forceful」(力強い)対応が必要だし、今回の措置はその一環である、と指摘している。

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 50 basis points to 5-1/2 percent. In a related action, the Board of Governors approved a 50 basis point reduction in the discount rate to 5 percent.

Consumer and business confidence has eroded further, exacerbated by rising energy costs that continue to drain consumer purchasing power and press on business profit margins. Partly as a consequence, retail sales and business spending on capital equipment have weakened appreciably. In response, manufacturing production has been cut back sharply, with new technologies appearing to have accelerated the response of production and demand to potential excesses in the stock of inventories and capital equipment.

Taken together, and with inflation contained, these circumstances have called for a rapid and forceful response of monetary policy. The longer-term advances in technology and accompanying gains in productivity, however, exhibit few signs of abating and these gains, along with the lower interest rates, should support growth of the economy over time.

Nonetheless, 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 New York, Philadelphia, Cleveland, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Dallas and San Francisco.

《 weakness in a very specific sector 》

毎回の FOMC の声明には最初と最後の定型部分に対して、毎回変化する措置の理由説明、今後の政策運営スタンスの部分があるのですが、今回は利下げの理由とそこで使われている言葉は前回と比べて大いに違っている。前回声明と違う部分は 2 パラ、3 パラ目です。前回の声明でこの部分に当たったのは以下のようになっていた。

These actions were taken in light of further weakening of sales and production, and in the context of lower consumer confidence, tight conditions in some segments of financial markets, and high energy prices sapping household and business purchasing power. Moreover, inflation pressures remain contained. Nonetheless, to date there is little evidence to suggest that longer-term advances in technology and associated gains in productivity are abating.

前回声明と今回の声明で変わっている点を指摘すると、

1. 景気に対して信頼感を失った経済主体として「消費者」だけでなく「ビジネス(企業)」を加えた
2. 企業の利益率に言及して、それがエネルギーコストの上昇によって一段と悪化していると指摘した
3. 小売売上高と設備投資の明確な形での減少に言及した
4. そしてこうした事態には、「早急で力強い政策対応が必要である」と今後の利下げ継続を強く予告した

慎重を旨とする金融政策の核心を示す声明に、政策対応の一環として「rapid」とか「forceful」という単語が使われるのは、多分非常に珍しい。それだけ FRB に危機感があると同時に、こうした強い単語を使うことによって企業部門、消費者部門に両方で悪化している「confidence」を持ち上げようと言う意図が見える。今回声明の中の 2 パラ、3 パ

ラを翻訳すると以下の通りです。

「消費者と企業の景気に対する信頼感は一段と低下したが、これを加速しているのは消費者の購買力を奪い、企業の利益マージンを圧迫しているエネルギーコストの上昇である。それを一因として、小売売上高と企業の設備投資は目に見える形で減少した。こうした事態に対処して製造業部門の生産は急激に削減されているが、ここでは恐らく新しいテクノロジーが在庫と資本設備の過剰（潜在的）に対する生産と、需要両面での企業の対応（減産や出荷抑制）を加速させている。

こうした全体状況、それにインフレが抑制されているという環境の中では、状況は金融政策の足早で、力強い対応を求めている。しかしながら、テクノロジーの長期的な進歩とそれに関連する生産性の上昇は衰える兆しを全く示しておらず、こうした進歩や生産性の上昇は低金利と相まってこの先アメリカ経済の成長を支える筈である。」

この声明から言えることは、FOMC の利下げは可能な限り足早に、そして大幅に続くと言うことです。筆者は年内の比較的早い時期にアメリカの短期金利の誘導目標が4%台の半ばになると見ている。原油価格の上昇という懸念材料はあるが、それ以外には今のアメリカ経済にインフレ圧力はない。

声明の中で注目されるのは新しいテクノロジーが在庫や設備投資の削減ペースを早めている可能性を示唆している部分。新しいテクノロジーは経済の拡大を加速もするし、一方で落ち込みを激しくする。この部分である。

「In response, manufacturing production has been cut back sharply, with new technologies appearing to have accelerated the response of production and demand to potential excesses in the stock of inventories and capital equipment.」

新しいテクノロジーが可能にした情報システムの中で、在庫や設備投資の過剰状態は直ちに把握できるので、それに対処する産業界の動きが加速してこれが景気の下降を加速している可能性を指摘しているのである。

実際のところ、今年2回目の利下げの後で出た統計もアメリカの景気の急激な落ち込みを予感させる。1月3日のFOMCの緊急利下げ（電話での全員一致での）のトリガーになったのは直前に発表された全米購買部協会（NAPM）の12月分の指数であることは議事録で明らかだが、2月2日に発表された今年1月分の同指数は一段と悪化した。

アメリカでは同指数が42.7になると「経済全体がリセッション」になった証しとも受け取られているが、1月は41.2とこの水準を下回った。緊急利下げにFRBを踏み切らせた12月の指数は44.3だった。これで経済が成長しているかどうかの分かれ目と

される50.0の水準を6ヶ月連続で下回ったことになる。同指数が42.7を下回ったのは1991年3月以来である。

この指数は、全米の主要製造業で構成する同協会が傘下の主要米製造業350社に質問書を送って今後の購買姿勢を質すもので、同指数は去年の11月には下回っていたと言っても47.9という50に近い数字を示していた。12月、1月で米国経済全体のリセッションを指し示すようなレベルまで墜ちてきたことになる。米国大和証券によると、NAPM指数が短期間でこれほど大きな落ち込みを示したのは1984年以来だという。90年代の初めの前回米経済がリセッションになったときの同指数の底は39.2だった。今のレベルはそれに近い。

しかし今回の米景気鈍化のプロセスには、以前とは目立った差異がある。それはリセッションの時には通常見られる「金利感応度の高いセクション」の落ち込みがそれほど見られない点。中では住宅が非常に良い動きをしていて、金利低下の中でさらに動きが強くなる可能性がある。また建設支出も強い。

「今のアメリカ経済の落ち込みは、“在庫”に関するセクターを中心に起こっている」と指摘するエコノミストもいる。この指摘は先に紹介したFOMCの声明文と照らし合わせて読むと興味深い。つまり、本来だったら新しいテクノロジーは企業段階で在庫管理を容易にして無駄な在庫をもたなくて良い形にしていたはずだが、にもかかわらず「高い成長率」を前提とした在庫を抱えていた米企業が、成長率の急激な引き下げの中で一斉に在庫の過剰に気づき、足早にその調整（従って生産削減）を行っている可能性があるという事である。ニューエコノミーは、経済を拡大させるときにも、縮小させるときにも企業の対応を間違いなく素早くさせる。希望的な観測が出来れば、それだけ素早く在庫調整が出来るとすれば、現在のアメリカ経済の底はシャロー（浅い）になるとも想像できる。

FRBもそのことに気づきながら、しかし 1)インフレ懸念が明確にはない 2)過去の例から見て各種経済指標の動きは政策対応が必要な落ち込みになっているーと理解して利下げを断行している可能性が高い。そして、FOMCの政策対応は今後も続くでしょう。

金利の引き下げに加えて、アメリカではブッシュ米大統領の大型減税案がいよいよ前面に出てきた。ブッシュ米大統領は3日のラジオ演説で、この大型減税案について、「これまで経済繁栄の恩恵が及ばなかった中低所得者層にも恩恵を分配する政策」であると述べ、その実現の必要性を強調した。

ブッシュ大統領の減税案は、所得税率の一律引き下げを含む10年間で総額1兆6000億ドルというもの。ラジオ演説では「米国は過去20年間にわたり繁栄しているが、多くの人々は他人のパーティーを窓越しに見ているような気分だった」と指摘し、幅広い層に恩恵の及ぶ減税になる可能性を示唆した。

興味深いのは、民主党の反応。ダシュル上院院内総務も3日のラジオ番組に出演し、減

税の必要性を認めながらも、ブッシュ大統領の減税案では高所得者層が優遇されており、もっと勤労家庭層に絞った減税にするとともに、福祉関連の歳出にも目配りするよう求めた。これは昨年の大統領選挙当時は減税反対だった民主党が減税を経済環境の変化の中で認めたことを示している。既にグリーンズパン議長は条件付きながら減税を容認しており、これでアメリカの減税の方向は決まり、問題は時期と規模になったと言える。

《 more debate on Japanese economic policy 》

アメリカの景気が変調をきたしている中で、日本経済のシナリオも徐々に狂ってきている。最近の朝日新聞によれば、政府は2月の月例経済報告で現在の景気判断を4カ月ぶりに下方修正するという。今までの日本経済は設備投資と輸出を柱にしてきたが、1月中にまとまった統計で生産と輸出の伸びが鈍化していることが確認されたためだといいい、これは街で見る日本の景況の印象に合っている。必ずしも信頼できるものではないが、最近使ったタクシーの運転手の話を総合すると、日本の景気は12月に比しても年明けとともに明らかに悪化している。

個人消費が相変わらず力強さを欠くなか、これまでけん引役だった生産、輸出が弱くなれば、自律回復へのシナリオは困難になるが、KSDだ外務省の公費問題などが山積している間に、日本の景気はエンジンを失う可能性が高くなったと言える。

財務省が先月24日に公表した昨年12月の貿易統計で輸出（数量ベース）の前年同月比伸び率が1.4%と鈍化がはっきりした。これはアメリカの景気鈍化の影響が強い。また、経済産業省が先月29日に発表した12月の鉱工業生産指数は、前月比では増えたが、事前の予測に対する実績が6カ月連続で下回った。

消費を大きく押し上げる材料もない。総務省の家計調査によると、昨年のサラリマン世帯の消費支出が2年連続でマイナスとなった。

こうした中では、期末を控えた環境の中で金融政策、財政政策両方から改めて日本の政策当局がとるべき政策に関して議論が起きそうである。金融政策を巡る議論では、量的金融緩和論、ゼロ金利復帰などが議論の対象となり、財政面でも「新たな支出」を求める声が強まる可能性が高い。

またそろこうした議論を繰り返さなくてはならないのは、過去の日本の経済政策が問題の本質をしっかりと見つめずに、不良債権問題にしる構造改革にしる先送りの連続をしてきたからだが、時間が経過した分だけ問題は複雑化している。今のままでは、アメリカ経済の早期立ち直りと円安を期待するのが一番手っ取り早い回復へのシナリオとなりかねない。

なお、日米における中央銀行（中央銀行家）の違い、それに金融政策と財政政策の関係の違いを扱った長い論文「グリーンズパンと速水優」を今月10日発売の中央公論に9000字強で書きましたので、参考までにお読みください。

今週の主な予定は以下の通りです。

2月5日(月)	12月景気動向指数 米1月非製造業NAPM指数
2月6日(火)	イスラエル総選挙
2月7日(水)	米10-12月労働生産性 米12月消費者信用 英中銀金融政策委員会(8日まで)
2月8日(木)	1月マネーサプライ・卸売物価 12月全世帯家計調査 10-12月法人企業動向調査 7-9月GDP2次速報 米12月卸売在庫
2月9日(金)	日銀金融政策決定会合 12月機械受注

《 have a nice week 》

久しぶりに雪のない週末でした。しかし、土曜日は諏訪にいたのですが先週末降った雪が残っていて道は大変なことになっていた。私は日中行きましたが、夜になって凍ると大変なことになりそう。寒い地方に車で行く人は気を付けた方が良い。

先々週に尾道、広島、先週は松山と瀬戸内海の都市にいくつかおじゃましましたが、この円安で船の関係の会社は元気が良かった。しばらく、円安を謳歌できそうで、何よりです。

この一連の出張で、念願だった船の進水式、竣工式に立ち会うことが出来ました。昔から船が好きで、一度船の船出に立ち会いたいと思っていたのです。私たちが竣工・処女航海出発を見送ったのは、5万トン強のバラ積み船でした。ロッド・スチュアートのちょっとけだるい、しかしどこか甲高い声のお馴染みの「Sailing」が流れる中で、静かにドックの岸壁を離れて処女航海に出ていった。

船の世界はかなりややこしい。船に命名をするのは、発注主でも、造船所でもなく、長期契約を結んだ運航主。今回の場合は、デンマークの船会社。作ったのは愛媛県の有力造船所。その造船所での一連の式典なのです。式典も興味深いものでした。私は知らなかったのですが、小型の斧を振り下ろして綱を切ってシャンパンを割り、同時に船を船出に導く綱切りの儀式を「支綱(しこう)切断」というのだそうです。

誰がやるかということ、大体が女性。今回の場合は発注主のお孫さんの中学一年生の女の子でした。船の中もかなりゆっくり見せてもらいました。一番上にある操縦室は大きなリーダーが二機備えられていて、前方の島から動く船まで綺麗に見える。エンジンルームは

3階分くらい吹き抜けで、一万馬力が出ると言っていました。一般船員の部屋は小さくて、ホテルの狭いシングルといった風情ですが、キャプテンの部屋は応接に居室とあってかなり余裕がある。荷物を一杯に積んだときの船速は、14.5ノット。

その両方にPCが置いてあって、どちらもインターネットに衛星を通じてつながるのだそうです。そして、昔は無線だったのですが、今は船と地上、船同士の連絡はかなりの部分がインターネットになっていると聞きました。昔は特にコンテナ船は一度航海に出るとなかなか家族の顔を見ることもできなかったのが、今ではEメールがあるから、写真でも何でも添付すれば家族の顔を見られるということになっている。

日本の船主が発注し、日本の造船所で作られた船ですが、式典から約1時間半後に出航した船には日本人船員は全く乗っていない。オフィサーは韓国人、乗組員はフィリピン人で総勢24人程度。外見から見ると判らないのですが、この数年間を見ても船を造る技術、燃費効率などで著しい技術革新があったのだそうです。ニーズも多様化して、造船所も新しい技術の取得をしないと競争に勝ち残れない状況に置かれているらしい。デンマークの船会社の人としばらく話していましたが、やはり「日本の船はクオリティーが高い」のだそうです。韓国やその他の造船国の船に比べて。

えっと、他に「パナマックス」とか「ケープ船」とかいろいろな言葉を憶えました。前者はパナマ運河を通れるサイズの船。幅は32メートルで、長さも決まっているらしい。ケープ船とは喜望峰を通る船で、これはサイズの制限なし。「艦装」という言葉も憶えました。船の内装をすることだそうです。

ところで、先週お伺いした松山支店の取引先の皆様には、ちょっとお知らせです。筆者が公私ともお世話になっている丸田君が2月の異動で松山支店の支店長となりました。なかなかいい奴で、ゴルフには問題があるが、その他は大丈夫だと思いますので引っ張り回してやってください。仕事も出来る(と思う<^!^>)。

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》