

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1590号 2001年05月14日(月)

## 〈 FOMC on Tuesday 〉

今週予定されているイベントの最大のポイントは、一般的には予想外だったとされる ECB の先週の利下げを受けて、火曜日に定例会合を開く FOMC が利下げを予想通り 0.5% するのか、それともそれより小幅な 0.25% にとどめるのか。または、予想外の「据え置き」とするのかという点でしょう。

ECB の利下げに関して先週筆者はこのニュースで、「**予想外の事が起きてもおかしくない状況とも考えられる**」と指摘した。市場の予想が一方に傾いたときには政策決定権を持つ人間は予想の逆を行う誘惑に駆られるものである。かつ ECB の利下げに関しては、G7 や OECD の場で声明にその旨出てきたか、隠れていたかは別として各方面から要請が出てきていた。ECB としても、欧州経済の先行きを懸念していただろう。時期的にはあってもおかしくないと考えたからだ。

ただし、この週末の日本の新聞記事にもなっているとおり、利下げするなら発表の前日まで「据え置き」を臭わすようなことを言わない方が良い。ただ黙っていれば良いのである。日銀と同じように ECB も、「誰がスポークスマンか」という問題に直面しているようだ。ECB の首脳がそれぞれ喋る。ECB そのものが寄せ集めでしかたがない面もあるが、ECB が今回の利下げで「信認」をむしろ害したのは残念である。

利下げ発表を受けて「これでユーロ経済も強くなる」という見方から当初上昇したユーロ相場も、その後はこの「信認」問題で特に対円で大幅に下落した。ユーロ円は、先週末のニューヨーク市場の引けで 107 円のローと、最近にない安値を付けている。ただし株式相場は軒並み高となり、株式市場では望まれた利下げだったことが明確になっている。

先週の ECB への予想が「利下げはない」で一色になっているのと全く同じように、今週の米 FOMC に関しては「0.5% の利下げ」が圧倒的な見方になっている。その根拠は

1. 先々週発表になって米雇用統計で失業率が 4.5% に上昇し、非農業部門の就業者数が 22 万 3000 人という 1991 年の前回リセッション期以来の大幅な減少を記録するなど、米雇用環境の悪化が明らか

2. 大規模なリストラなどが続いており、今後も雇用環境は悪化すると予想される中で、先週金曜日に発表された米卸売物価が季節調整済みで0.3%の上昇にとどまって、インフレ環境は引き続き良好（食品、エネルギーを除くコアでは0.2%の上昇）

などである。しかし一方では、

1. 4月の米小売売上高は季節調整済みで前月比0.8%増と予想の0.2%増を大きく上回る増加で、振れの大きい自動車を除いても0.7%の増加で、米個人消費が再び勢いを取り戻しつつある兆しが見える
2. それを裏打ちするように、木曜日に発表されたチェーン・ストア協会の売り上げも好調だったし、ミシガン大学の信頼感指数は92.6で4月の88.4%から大幅に上昇した

など。最近の経済統計を見ていると、また米国経済が置かれている全体的状況を考えて、米金融政策の歴史の中でもあまり例のない「年初5ヶ月で5回の利下げ」を必ずしなければならないほど、先行きを懸念する必要があるのか、という気が筆者はする。総体的に言って、雇用統計は経済指標の中でも遅行指標である。企業がレイオフをするのは、最後の最後である。

「またの利下げ」に関して筆者が心配しているのは、新たな利下げの米国経済への好影響の減退、むしろ必要な調整をシャローなものにしてしまう危険性、それに株価が特にダウで示される銘柄群についてあっという間に「調整」を終えて、かつてのレンジの高値に戻っていることである。「ベア・マーケット入り」と言っていたのがウソのような素早い戻りである。Nasdaqは依然として高値の半値以下だが、安値からの戻りは速い。これ以上利下げすれば、「金融相場の色彩」が強まってしまう。

仮に株価が「6ヶ月後のアメリカ経済」を見ているとしたら、アメリカ経済の6ヶ月後は既にかなり強いということになる。それにも関わらず今回もまた0.5%の利下げをすれば、フェデラルファンド金利の誘導目標が4.0%、公定歩合が3.5%になる。かなり低いレベルだ。将来の利下げ余地は限られてくる。

ここ数ヶ月のアメリカ景気の急激な減退は、90年代末の好況感に誘われて企業が過剰設備投資に走ったり、消費者が負債を膨らましながらかつて活発な消費を続けたためと思われる。特にハイテク企業の過剰投資は度を過ぎていたことが代表的企業の決算発表で明らかになっている。設備は過剰なのだ。しかし、別の過剰である「在庫」に関してはFRB自身が前回4月18日のFOMC間利下げで、「A significant reduction in excess inventories seems well advanced」と説明している。

過剰設備の「excess」の調整にはもうちょっと時間が必要であって、金利をめぐるし

く下げて解決する問題ではない。需要見通しの読み違いを金利の下げがすべて解決できるわけではない。今の日本を見れば分かる。第一・四半期の米成長率はそれでも2%を維持しており、4%を上回るような高い成長率が続いた後は、二～三・四半期続いてもおかしくない成長率である。

4月18日にFOMC間の間隔が空き過ぎるので「inter-meeting」の利下げを行ったとき、筆者はそれを「5月分の前借り」と思ったが、FOMCは以下の要因を利下げ理由に挙げた。

- 1 . capital investment has continued to soften
- 2 . the persistent erosion in current and expected profitability
- 3 . rising uncertainty about the business outlook
- 4 . the possible effects of earlier reductions in equity wealth on consumption
- 5 . the risk of slower growth abroad

2と3によって今後の設備投資も抑制され（1は現在完了形である）、上記の全部の要因によって米経済の経済活動が「unacceptably weak」と定義された。これらの要因はどのようなだろうか。一番環境が変わったのは4だ。既に指摘したように、ニューヨークの株価はダウで見れば大幅な調整以前の水準に戻っている。

設備投資を金利の低下で取り戻すことができるだろうか。企業が設備を投資するのは、金利水準よりは将来のビジネスチャンスだろう。その意味では、金利を一端妥当な水準に引き下げたあとは、経済の自然な動きを待つしかない。5は依然として続いている。しかし海外の経済の弱さ故にアメリカが金利を下げ続けなければならない、と考えるのもおかしな話だ。

筆者は、「年初4ヶ月で4回の利下げ」というアメリカの金融政策の歴史にもない矢継ぎ早の金融緩和措置のあとだけに、市場が確信をもって「0.5%の利下げあり」と考えている以上にFOMCは次の一手に迷っていると考えている。全く予想外に「据え置き」、次に「0.25%への下げ幅圧縮」も選択肢に入っていると考えており、「0.5%の利下げはあって当然」という今の市場の一般的な見方には賛同できない。

仮にFRBが悩みながらも今回0.5%の利下げを実施しても、その場合には6月26 - 27日の次のFOMCにおける利下げの可能性はかなり低下すると考えている。また今回0.5%の利下げをする場合は、FRBが市場の我々には見えない米国経済への何らかのリスクを認知しているケースも考えられる。

### 《 Non-Keynesian Effects 》

日本では今週から衆議院での論戦の火ぶたが切って下ろされる。先週までの衆参両院の本会議場での代表質問は、小泉首相の答弁の巧さが目立ったが、言ってみればそれぞ

れ一方通行の質疑応答で論戦ではない。今週は一段と小泉政権の政策が浮き彫りになってくると思われる。「改革」と言っている中身はどうか、実際にどうできそうか。それとも期待倒れなのか。日本の株式市場も先週は「期待一巡、中身待ち」の状態だった。

小泉新政権は、プライマリーバランスの均衡達成など、風呂敷は広げたものの簡単には達成できない公約の実現をどう担保していくのかの具体策を示さなければならぬだろう。

小泉政権は、これまでの自民党政権が進めてきた公共投資中心の景気刺激策が「なぜ」失敗したのかという謎解きを終えないまま、経済政策を構造調整中心に乗り換えようとしている。方向は間違っていないが、筆者はここで一端総括しておいた方がよいと思う。

それは端的に言えば、公共投資をすればするほど「拡大する財政赤字」や「不必要な箱モノ」への連想が働いて、企業や個人の将来への意欲が削がれるからである。「無駄をしている」という公共投資へのそれほど間違っていないイメージが、政策の額がもたらす経済への拡大効果を相殺してしまう。

筆者はいろいろな人に会うが、公共投資の恩恵を受ける企業の担当者や業界の人でも、今の公共投資が借金の上に成り立っていて、「そう長くは続かない」ということを知っている。だから、彼ら自身が「今年を受注があったが、来年は分からない」と思っている。日本の公共投資は、行えば行うほど企業や個人を不安にさせるものになってきているのである。受注を受ける側でさえ将来を信じない公共投資であれば、やればやるほど日本全体をむしろ悲観論に導く危険性がある。特に、将来に繋がらないワンショットの無駄な投資など百害あって一理なしである。

筆者はそこで最近、次のように考えている。「日本は経済学で言う“非ケインズ効果”を試す時だ」と。ケインズは景気が悪い時には民間需要が低迷しているわけだから、政府が財政を積極的に発動して景気を浮揚すべきだと主張したイギリスの経済学者である。その財政支出増加による景気刺激効果を「ケインズ効果」と呼ぶ。その逆だというわけだ。

あらゆる経済理論も環境の奴隷でしかない。その理論が予期せぬ環境がある場合には、通常は良い政策も、時には逆効果を生む。例えば、ケインズ主義的発想に基づく巨額の公共投資は、短期的な景気の浮揚には有効である。需要の落ち込みを修復し、人々の落ち込んだ気持ちを回復させるからである。しかしそれを10年以上も続けるのは、むしろ政策の有効性を減ずる。

90年代初めと環境は変わったのである。それは既に日本の財政が660兆というGDPをはるかに超える財政赤字状態になっていることだ。国民経済の6割以上を占める消費者の消費が、財政赤字の金額を聞くたびに将来に対する不安から萎んでしまう。国家財政が巨額の赤字で、それへの国民の懸念が強い時にはむしろ財政赤字を減らすこと、減らす方向を示すことが人々の政府に対する信認を呼び起こし、将来に対する期待を生んで消費が活発になることは83年から86年のデンマークや87年から89年のアイ

ルランドで観察されている。それを「非ケインズ効果」と呼んでいる。

筆者は常々、経済活動の根幹は「コンフィデンス」（信頼、信認）だと考えている。今いくらお金を持っている人でも将来が不安な人は使わない。逆に、今あまりお金がなくても将来に自信がある人は借金してでも使う。今の日本経済は前者の人があまりにも多いから、1300兆も個人金融資産があるといわれている割には消費も、経済活動も盛り上がらない。公共投資でも、企業や個人のコンフィデンスを高める間は良い。しかし、今は額ではなく中身が問われている。

不安の根幹の一つあるのは宮沢前財務大臣でさえ「破綻状況」と認めた国や地方公共団体の財政である。その赤字を再びふくらませて従来型の景気刺激をしようなど言うのは、経済全体のコンフィデンスを破壊する危険性があるという意味で、自殺行為に等しい。従来の方針の継続では、国民に将来への期待など生まれようがないからである。むしろ将来への期待は萎む。

重要なのは、小泉政権の方針の要に「（国民や企業の）コンフィデンスの醸成」を置くことである。従来の方針にとらわれず、「国民の自信」に繋がることを徹底してやることだ。職業訓練の充実でも、成人学校の普及でも良い。そして財政では、恐れずに国民の信頼を得られる形で不必要なモノは削り、必要なモノだけを残して財政再建の道筋を示すことである。もう従来型公共投資の継続では、日本の景気は回復しない。大胆な舵取りが求められる背景である。

今週の主な予定は以下の通りです。

5月14日（月）	3月国際収支 米3月企業在庫 米4月鉱工業生産・設備稼働率
5月15日（火）	政府の緊急雇用対策期限切れ IYバンク、ATMサービス開始 米FOMC
5月16日（水）	4月企業倒産 米4月消費者物価・実質賃金 米4月住宅着工 OECD閣僚理事会（パリ）
5月17日（木）	日銀金融政策決定会合（18日まで） 米4月コンファレンスボード景気先行指数 米5月フィラデルフィア連銀指数
5月18日（金）	2月鉱工業生産改定値 米3月貿易収支 米4月財政収支

### 《 have a nice week 》

週末は良い天気でした。土曜日はまたまた諏訪に行って、82歳と78歳の夫婦げんかの仲裁をしてきましたが(^\_^);、行き帰りの電車の中と外の風景はのどかそのもの。今が一番良い季節の気がします。今グリーンSPANに関する6月出版予定の本を鋭意書いていて、行き帰りの電車の中でも書いていたのですが、外の景色があまりにも良いのでしばしば手を休めました。

日曜日の夜は番組（フジEZ!TV 昨晚は夜10時30分から）のスタッフの要請で小生のPCをスタジオに持ち込んでネットをオンにし、番組の中でネットを使って何かができるかを今後検討していこうと言うことになってずっとインターネットをオンにしていたのですが、自分のサイト（<http://www.ycaster.com/>）にごく短時間それを告知したこともあるし、またテレビを見て気づいた人が番組途中でメールを何通かくれて面白かったですな。私も番組の途中でリターンした。

番組の最中にネットをオンにしているのを見たのは随分前の大前研一さんですが、それ以降はあまりない。ネットをオンラインにした講演を盛んにやったのは数年前の私ですが、ちょっと「間」の問題があるのです。つまり、レスポンスの問題。どうしても空間があく。それを講演なり、番組の中でどう消化するかがポイントです。

昨日の番組の話の一つはカラスでした。番組でも言いましたが私は本当に子供の頃カラスを育てたことがある。近所の大きな木の上の巣から落ちていた一匹を拾ってきて。完璧に我が家に住み着きました。人間の顔を一人一人全部覚えた。自分で拾ってきたのに意地悪をしたから、私は嫌われた。結局おばあちゃん子になった。人間の口まねができる。賢いのです。「カー子ちゃん」という名前でした。

番組の中で紹介した本（「カラスはどれほど賢いか」中公新書）は私が5年ほど前に買って読んでいたもの。85年にものずきに東京のカラスの数を調べた人が書いた本で、その時の推計（もちろんですが）は7000羽。昨日春日アナウンサーが説明していたのでは、それが30000羽になっていた。5～6月はカラスが子育ての時期。危ないですよ。

番組の中で紹介したのですが、本の表現（186ページ）を借りれば

**「カラスくらい賢い鳥は他にはいないだろう。何事にも好奇心が強く、大胆にして細心、団結心が強く、常に果敢で積極的な生き方をしている」**

という。番組の最後の話題は新入社員の話で、私は「雀や鳩はもう駄目。雑食性でチャンス逃さない賢さを持つカラスの生き方を参考にしたら・・・」と新入生の皆さんに言おうと思ったのですが、もう時間がなかった。まああの黒ずくめは良くないのですが。

生き延びる人種（鳥種）の気はする。

それでは、みなさんには良い一週間を。

《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》