

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1595号 2001年06月18日(月)

〈 global slowdown 〉

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 世界経済は、「グローバル・スローダウン」(世界的な景気の悪化)とも言える状況になってきた。日本は月例経済報告が使った言葉を借りれば「(景気が)悪化しつつある」状況に入ってきたし、アメリカは「10ヶ月続いた下降から反発する兆しは見えない」(フィナンシャル・タイムズ)ことがベージュ・ブックで示され、欧州はECBによって成長率見通しが引き下げられた
2. こうした世界景気の同時悪化は、90年代の後半から世界の景気を牽引していたITが産業基盤としては裾野を広げているものの、新技術への相次ぐバトンタッチによる新たな需要創造や株価引き上げという経路を通じて経済全体に対する押し上げ効果を減退させているのに、その他の産業セクターにそれに代替する力を持つものが出ていないことによる
3. 現在の「グローバル・スローダウン」の状況が多少でも変化するきっかけが出てくるとすれば、6月の下旬になろう。日本では小泉内閣の「構造改革」の具体案が決まってくるし、アメリカではFOMC(26~27日)が開かれて新たな利下げ措置が打たれ、その直後には日銀の金融政策決定会合がある。そして、日米首脳会談がその週末に開かれ、日本の構造改革の行方とそれへの米協力が話し合われる
4. 7月に入って開かれるサミットも、世界経済に対する今までの楽観論から見方を変える可能性がある。ただしこうした一連の会合、会談でも世界経済を直ちに持ち上げるような措置が直ちに出てくる可能性は少ない。世界経済はしばらく一段の景気悪化の危険性に直面しながらの展開となる。
5. こうした中では、世界的に金利は一段と低下する可能性がある。しかし、株価は企業の業績に対する先行き楽観論が強まるまでは明確な上げトレンドに入れられない状況が続こう。むしろ下げの危険性を抱えたままの展開になると思われる。為替市場は、全体的に弱含みの展開となっている先進国経済の中でも、総体的には強いアメリカのドルが強い展開になると思われる。ドル・円は当面120円台の半ばへのドル高・円安を見込む

月例経済報告は、下手な説明をするより内閣府のサイトのこの表が一番わかりやすい。

[参考] 先月からの主要変更点

	5月月例	6月月例
基調判断	<p>景気は、さらに弱含んでいる。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ <u>アメリカ経済の減速から輸出が減少し、それに伴い、生産が減少している中で在庫が増加している。</u> ・ <u>企業部門の自律的回復に向けた動きはなお続いているが、このところ弱まっている。設備投資は増加しているが、企業収益の伸びが鈍化し、企業の業況判断は製造業を中心に急速に悪化している。</u> ・ <u>失業率は高水準で推移し、個人消費はおおむね横ばいの状態が続いている。</u> <p>先行きについては、<u>アメリカ経済の減速や設備投資に鈍化の兆しなど、懸念すべき点が見られる。</u></p>	<p>景気は、悪化しつつある。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ <u>個人消費は、おおむね横ばいの状態が続いているものの、足元で弱い動きがみられる。失業率は高水準で推移している。</u> ・ <u>輸出、生産が引き続き減少している。</u> ・ <u>企業収益の伸びは鈍化し、設備投資は頭打ちとなっている。</u> <p>先行きについては、<u>在庫の増加や設備投資の弱含みの兆しなど、懸念すべき点が見られる。</u></p>
政策態度	<p>政府としては、日本経済の再生を最重要課題として位置づけ、まずは、<u>緊急経済対策を速やかに実行に移す。</u>さらに、<u>不良債権の最終処理、21世紀の環境にふさわしい競争的経済システムの構築、財政構造の改革等の経済・財政の構造改革を断行する。</u></p>	<p>政府としては、<u>6月末を目途に経済財政諮問会議において「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針（仮称）」を取りまとめ、不良債権の最終処理、21世紀の環境にふさわしい競争的経済システムの構築、財政構造の改革等の経済・財政の構造改革を断行する。</u></p>

各論

個人消費	<p><u>家電リサイクル法施行前の駆け込み需要があったものの、おおむね横ばいの状態が続いている。</u></p>	<p><u>おおむね横ばいの状態が続いているものの、足元で弱い動きがみられる。</u></p>
設備投資	<p><u>増加している。当面は製造業を中心として堅調に推移すると見込まれるものの、先行きについては鈍化の兆しがみられる。</u></p>	<p><u>頭打ちとなっている。産業別にみると、製造業は堅調に増加しているものの、非製造業は弱含んでいる。</u></p>
生産	<p><u>減少している中で、在庫が増加している。</u></p>	<p><u>引き続き減少する中で、在庫が増加している。</u></p>
輸出・輸入・国際収支	<p>輸出は、減少している。輸入は、<u>おおむね横ばいで推移している。貿易・サービス収支の黒字は、減少している。</u></p>	<p>輸出、輸入は、<u>ともに減少している。貿易・サービス収支の黒字は、おおむね横ばいとなっている。</u></p>

(注) 下線部は先月から変更した部分

基調判断で5月と6月が一番変わった点は、5月に「企業部門の自立回復に向けた動き」がある、つまり回復の芽が残っていると判断されていたのが、6月には完全に削除された点。また、前回「増加している」とされた設備投資が、「頭打ちとなっている」と表現せざるをえなくなったこと。

日本経済をつい最近まで引っ張ってきたのは、公共投資と設備投資。このうち、公共投資は小泉政権の基本姿勢の面からも期待できないから（これは望ましい面もあるが）、設備投資が落ちてきた中では内閣府として「日本の景気を牽引するものがなくなった」と判断したことになる。輸出も駄目、個人消費については“おおむね横ばい”としながらも“足元で弱い動きが見られる”としている。こうした牽引車不在の中では、株式市場の懸念は高まって当然である。

にもかかわらず政策態度を見ると、

「6月末を目途に経済財政諮問会議において、今後の経済財政運営および経済社会の構造改革に関する基本方針（仮称）をとりまとめ、不良債権処理、21世紀の環境にふさわしい競争的経済システムの構築、財政構造の改革等の経済・財政の構造改革を断行する」

となっている。これはある意味では、現在が政策的空白期間になっていることを政府自らが認めたことにもなる。6月の月例経済会議で「停滞」という言葉の使用も出来たであろうに、なぜ「悪化」という今まで使ったこともない言葉を使用したのは、現状認識を低めにする必要性和、それでも改革をするという覚悟を示したかったのかもしれない。政権の高い人気が一方向にあるので「悪化」という判断も使える面がある。いずれにせよ「経済は悪化している」と言ってしまった小泉内閣は、改革と日本経済再生の筋道を早急に示す必要に迫られていると言える。

その意味で、今月末までに決まってくる具体的な方策は非常に重要になってくる。経済は悪化しているといった上で、市場を納得させられる政策を出せないのでは、市場の小泉政権に対する拒否反応は強くなる可能性があるからだ。

〈 little changed or decelerating 〉

景気がすぐれないのは、アメリカも同じである。先週の後半に発表になったページ・ブックは以下のように述べている。

「Most districts report that economic activity was little changed or decelerating in April and May. Retail sales and tourism have been slow to flat across the nation. Most districts report that manufacturing activity has declined or remained weak. Commercial real estate markets have softened. New construction, while still at

high levels in a number of districts, appears to have leveled off. The agricultural sector has been hurt by adverse growing conditions and higher input costs. Mining activity is stagnant. The one bright spot is the continued growth in energy exploration. Labor markets continue to ease in all districts, although a shortage of workers is reported for some occupations. Wage and price increases are moderate, but significant increases are noted in energy and health care. Lending activity varies based on location and type of loan, although credit quality has slipped in many districts.」(下線は筆者)

「4月、5月の経済活動は横ばいか悪化」「製造業活動は減退したか、弱いまま」「不動産市場は軟化し」「労働市場は引き続き全連銀地区で弱くなっている」となる。

このページ・ブックの後に出た統計で注目されるのは、5月の鉱工業生産である。予想は0.4%の減少となっていたが、発表になった数字は0.8%の減少。しかも4月の鉱工業生産は当初発表の0.3%から0.6%の減少に減少幅が二倍に修正された。5月の鉱工業生産水準を一年前に比べると、2.8%も減少している。アメリカ経済の調整はまだ終わっていない。現時点では、世界経済を牽引する力を失っていると言える。

欧州経済も弱くなってきた。ECBが14日に発表した見通しによると、2001年のユーロ参加欧州12カ国のGDP伸び率は、2.2~2.8%になる見通し。これはECBが前回に発表した同地域の成長率見通し(プラス2.6%~3.6%)からの大幅下方修正。2000年の同地域の成長率は3.4%に達していたから、それから比べると大きなペースダウンである。

日本とアメリカではインフレは大きな問題ではない。デフレ懸念のある日本は説明するまでもないが、ページ・ブックはアメリカの物価情勢に関して「significant increases are noted in energy and health care」(エネルギーとヘルスケアの部門で顕著な上昇)を指摘しながらも、全般は「Wage and price increases are moderate」(賃金と物価の上昇は穏やか)と指摘している。

しかし欧州は景気の拡大ペースが落ちつつあるのに、インフレの上昇が懸念されている。労働賃金などの下方硬直性や、各種の物価押し上げメカニズムが働いていると思われる。ECBは先週発表した見通しでは具体的に、ユーロに加盟欧州12カ国の2001年の物価上昇率は、これまでの予想1.8%~2.8%から、2.3%~2.7%になるとしている。下限も上限も変更になっているが、どちらかと言えば下限の引き上げが目立つ。

欧州について言えば、景気悪化とインフレ高進という二つの悪い状況が同時進行しつつあるということで、政策オプションが限られ、これがユーロ安の進行に繋がっている。ECBは 1)原油高 2)ユーロ安 が欧州のインフレ率を押し上げる要因になって

いると指摘しており、利下げは足早には出来ない。日本、欧州、アメリカと三極を比べると、政策の手詰まりが一番大きいのは欧州、打てる政策が一番選べるのはアメリカという印象。日本の場合は何をしなければならないかは分かっている、それが出来るかどうかだけという印象である。

〈 no fine pass 〉

世界経済全体が同時スローダウンに見舞われつつあるのは、ITの息切れに呼応している。ITの技術そのものは産業基盤としてその裾野を広げていることは間違いないが、グリーンスパンの言葉を借りれば「(関連業界が)需要見通しを見誤ったこと」により、業界全体として「在庫」増加に直面している。ネットワーク社会を引っ張ると見られていたシスコが良い例で、同社は需要家の引き渡し(供給)を懸念する二重、三重の発注を見抜けなかったと言われ、その結果会社全体の需要見通しを見誤った。

またハイテク産業全体が、「次世代」へのバトンタッチに失敗していて、従来見られた新技術・新製品登場による需要創造や株価上昇という経路を通じての経済全体に対する押し上げ効果を減退させていることが指摘できる。IT産業がそうした状況なのに、その他の産業セクターでそれに代替する力を持つものが出ていない。

据え置きタイプを主流とするPCネットワークとしての現在のインターネットは、あとはブロードバンドへの移行だけを課題としている。しかし、これの普及には時間がかかるし、既に想像された世界への到着の意味合いでしかない。

世界のハイテク産業がその次として狙っているのは、モバイルの世界である。ネット接続可能な携帯電話やPDAである。しかし、次世代携帯電話(G3)は日本のFOMAを初め世界中で最初からの躓き状態にある。イギリスのマン島での実験も先送りになったし、日本でせっかく試験運用が始まったFOMAの4500台についても、うち1200台が回収対象となった。

もっと冷めてきたのは電話会社そのもののG3に対する熱意で、それは特に欧州に顕著である。アメリカでは帯域の問題もあって、G3のスタートそのものの目途さえたっていない。モバイルがそういう状況なら、すべての家電にIPアドレスをふれるIPV6(現在のIPアドレス43億の限界を取り払う)の技術もスタート台に付いたばかりである。筆者は先々週幕張で開かれたインターロップ2001を見に行ったが、この技術には大きな可能性が秘められていると思うが、その普及には数年という時間が必要である。つまり、経済を牽引するであろうネット技術も、端境期にあるのである。

世界経済も「端境期」的な状況になってきた。

〈 turning point will be 〉

現在のこうした「グローバル・スローダウン」の状況が多少でも変化するきっかけが出てくるとすれば、それは6月の下旬になろう。

日本では小泉内閣の「構造改革」の具体案が決まってくる。今までは「骨太」「基本」と、要するに概論ばかりだった。月例経済報告も指摘する具体策が示されて初めて、小泉内閣の政策運営が始まると言って良い。それまでは、市場も待ちの状態である。小泉内閣のスタート直後の高値から東京株式市場は日経平均で見て1700円も下げたが、株式市場は完全に「ガス欠」であり、小泉政権の具体策を待っている状態。であれば、その具体策が示され、それが納得できるものであれば、状況は変わる可能性がある。

アメリカでは次回FOMC(26~27日)が開かれて、新たな利下げ措置が打たれるものと思われる。FOMCの検討材料となるページ・ブックを見る限り、またグリーンस्पンの考え方を下敷きにする限り、FRBは今回利下げを躊躇する理由はないように思える。引き下げ幅に関しては、0.25%、0.5%の両方が考えられる。

FOMCの直後には、次回の日銀の金融政策決定会合がある。日銀のスタンスは、「政府の措置に呼応してなら新たな措置も」というものだから、小泉政権の打ち出すより詳細な不良債権処理スキームや構造改革の中身が出てくれば、政策運営姿勢をもう一段変えてくる可能性がある。

そしてその週末(多分29日)には、日米首脳会談が開かれる。ここでは、日本の構造改革の行方が小泉首相から示され、ブッシュとリンゼーはそれに重大な関心を示さるだろう。日本経済の足元が定まらない動きを「国家安全保障上の問題」と言って憚らないブッシュ政権は、小泉首相が示す構造改革案や不良債権処理の方途を聞いた上で、新たな対日スタンスを打ち出すものと思われる。

昨年末にリンゼー現ホワイトハウス経済問題担当補佐官が示した「ブッシュ政権対日政策の基本」が、その後の景気悪化の中で見直しの対象となっていることは間違いない。アメリカも経済の悪化で余裕がなくなったこと、またブッシュ外交の基本が「America first」であることを考えれば、あまり大きな変化は期待できないかもしれないが、それでも小泉政権の施策次第で環境変化が生ずる可能性はある。アメリカとしては、京都議定書の採否を巡る環境問題やミサイル防衛問題などで欧州と日本が接近しすぎるのも、面白くないだろう。130円を超えない範囲で、今の水準より多少円安の水準を受け入れるとかの形で、ブッシュ政権が日本引き留め策を取ってくる可能性もある。

7月に入って開かれるサミットは、世界経済に対する今までの「全体的には楽観視」という姿勢を、「懸念」に変える可能性がある。日米欧を全部見れば、G7やサミットでの今までの楽観論を続けられる状況にはない。サミットが楽観論を捨てれば、世界全体として経済政策運営は景気浮揚への施策に傾くことになるだろう。

ただこうした一連の会合、会談でも世界経済を直ちに持ち上げるような措置が出てくる可能性は少ない。措置が次々に打てる余裕のある国はアメリカぐらい。またITの牽引力バトンタッチは、まだまだ時間が必要な作業となる。世界経済はしばらく一段の景気悪化の危険性に直面しながらの展開となるだろう。

こうした環境の中では、金利は世界的に一段と低下する可能性があると見ます。金利

低下は、株には良い環境と言える。しかし株価は、企業の業績に対する先行き楽観論が強まるまでは明確な上げトレンドに入れない状況が続くと思われる。日本では、株式市場にうまく資金が回る仕組みが出来ていない。アメリカ市場でも、肝心のITが最近のノーテルのレイオフに見られるように息切れ状況を呈している。世界の株式市場は、むしろ下げの危険性を抱えたままの展開になると思われる。

為替市場は、全体的に弱含みの展開となっている先進国経済の中でも総体的に強いアメリカのドルが、強い展開になると思われる。ドル・円は当面120円台の半ばへのドル高・円安を見込みたい。

今週の主な予定は以下の通りです。

6月18日(月)	日銀の金融経済月報 日米外相会談(ワシントン)
6月19日(火)	4月景気動向指数改定値 米5月住宅着工
6月20日(水)	日銀総裁定例記者会見 米5月コンファレンスボード景気先行指数 米5月財政収支
6月21日(木)	4月産業活動指数 経済財政諮問会議、「骨太の方針」大枠をとりまとめ 米4月貿易収支 米1-3月経常収支 米6月フィラデルフィア連銀指数 ECB理事会
6月22日(金)	米6月半導体製造装置受注 日米防衛首脳会談

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。冴えない土曜日と、多少晴れた日曜日というのが東京の週末でした。まあしばらくは雨が多い日が続くのでしょうか。嫌ですな。週末には「ギフト」という映画を見ましたが、この映画はスカッとするという映画ではない。

先週末の一番大きな話題と言え、小泉内閣のメールマガジン発刊だったでしょうが、私はあれに目を通しながら、大恐慌に打ち拉がれたアメリカ国民にルーズベルト(フランクリンの方)が行った「炉辺談話」というのがあったことを思い出していました。私の記憶では、レーガンもこれをした。

小泉メルマガは、ある意味でその「炉辺談話」のネット時代版です。ただし、メルマガだと読みたい時に読めるという点は優れているし、記録としても残るが、ラジオの方が肉声を聞くことができるという点では迫力は満点だと思う。また官邸は100万人以上に届くと喜んでいますが、ルーズベルトの時代には家庭に一台はあったラジオではるかに大勢の人にルーズベルトの声が届いた。100万人でも、日本の人口の1%。メルマガはまだ少数者のためのメディアです。

内容は思った程ではなく、なぜ内容に拘らなかったのかというと「皆がとっかかり易いように」と言うことだったらしいのですが、他にも専門分野のメルマガがいっぱい配信されてくる私のような人間には、はっきり言って物足りない。内容の充実を期待したいものです。まあしばらくは見守りたい気持ちがありますが。

《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》