

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1596号 2001年06月25日(月)

## 《 three important meetings 》

今週の市場のポイントは、先週のレポートでも指摘した三つの会合です。そして、来週早々には短観が発表される。

- A. 26、27日に開催される FOMC
- B. 28日に開催される日本銀行の金融政策決定会合
- C. 30日の日米首脳会談

まず FOMC ですが、利下げに関して FRB に迷いが無いと言えば嘘になると考える。その迷いは前回よりも強いだろう。利下げをすべきかどうか、下げる場合でも幅はどうか。その迷いの理由は、利下げを続けていても企業部門の回復に効果が見えてこないことが大きい。特にハイテク企業。一部には、利下げの効果が出てこないことで、次の FOMC は様子を見るべきだという意見もある筈だ。

それに関連して先週の後半にワシントン・ポストのジョン・ベリー記者は、「FRB は利下げが効果的になる時期を探している」として、年初これまでの利下げが効果的でなかった理由として以下の点を指摘している。

1. 利下げの時には通常はドルが下がり、これが米国産品・製品の価格を押し下げ、アメリカの生産を刺激するが、今年はこれが生じていない。ドルは上昇を続けており、アメリカの輸出業者はこれに怒っている
2. 利下げは通常株式市場に強材料となり、家計の富が増加する中で消費者は消費支出を増大させる。しかし、今回の場合株価、特にほぼ一年前の高値から大きく下落したハイテク企業の株価は、抜け出しがたい安値にとどまっている
3. 通常、短期金利の低下は長期金利の下げも誘発する。その長期金利の下げが、企業の新規工場や装置に対する投資を促す。しかし多くの企業は売れ残りの商品の在庫を抱え、ハイテク製造業各社は特に昨年の投資ブームが終わって以降、過剰生産設備を残している。これら企業は、金利が低下したからと言って設備投資を増やしそうにもない

最後の点に関してはサンフランシスコ連銀のパーリー総裁は、「多くの企業は既に資本財を大量に抱えており、これらの企業は今以上の設備投資の必要性に直面していない」と述べている。

それでは利下げをしないで企業の設備投資が回復してくるのを待つべきかということ、その選択肢も FOMC としても取りにくい。利下げをしているから今の消費者の消費レベルが維持され、株価も今の水準を保っていると言える面があるからだ。おまけに、インフレが再燃する兆しはない。使える措置なら、今発動しても良い筈という判断もできる。

ホワイトハウスのローレンス・リンゼー大統領経済問題担当補佐官は、「今のアメリカ経済は二つの経済を抱えているようなものだ」として、好調な消費と低調な設備投資を対照的に見ていることを明らかにしているが、この状態はしばらくは続きそう。消費の好調は、アメリカの消費者達が今年末に見込まれる減税で手に入るお金を先取りして使っている可能性も指摘されている。

しかし FOMC としては、下げるか据え置くか、下げるとしたら 0.25%か 0.5%かの選択肢しかない。市場の認識は先週末にウォール・ストリート・ジャーナルが指摘しているように

With the U.S. economy still showing widespread weakness and inflation at bay, it is all but certain that the Federal Reserve will cut interest rates when it meets next week. (経済は広範に弱く、またインフレも落ちつついるので利下げはほぼ確実)

というのが当たっていると筆者も思う。積極的に利下げをしない理由はないからである。FRB としては、利下げをしないで株価が下げ、それで逆資産効果が生じて今のアメリカ経済を支えている消費が冷え込む危険性を見ている筈である。利下げの可能性は高い。

従って今回の FOMC の注目点は、利下げの幅と、利下げが今回で打ち止めになるかどうかという二点。仮に 0.5%の利下げをしたとすると、アメリカのフェデラルファンド金利は 3.5%になる。この水準は、90年代の前半にまで遡る水準。利下げをしたという事実だけ残して下げ幅を 0.25%にとどめ、あとは様子を見るという選択肢もある。今のところ幅を予測するのは、「too close to call」だろう。

### 《 BOJ meeting 》

FOMC が終わると、市場の関心は日銀に移る。3月19日に

- (1) 金融市場調節の操作目標の変更
- (2) 実施期間の目処として消費者物価を採用
- (3) 日本銀行当座預金残高の増額と市場金利の一段の低下
- (4) 長期国債の買い入れ増額

など「通常では行われぬような、思いきった金融緩和に踏み切る」として緩和措置を決めた際に、日銀はその声明の「5」で以下のように述べていた。

「今回の措置が持つ金融緩和効果が十分に発揮され、そのことを通じて日本経済の持続的な成長軌道への復帰が実現されるためには、不良債権問題の解決を始め、金融システム面や経済・産業面での構造改革の進展が不可欠の条件である。もとより、構造改革は痛みの伴うプロセスであるが、そうした痛みを乗り越えて改革を進めない限り、生産性の向上と持続的な経済成長の確保は期し難い。日本銀行としては、構造改革に向けた国民の明確な意思と政府の強力なリーダーシップの下で、各方面における抜本的な取り組みが速やかに進展することを強く期待している。」(下線は筆者)

先週21日に経済財政諮問会議で決定され、今週火曜日の閣議で閣議決定される「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」(いわゆる骨太案)は日銀にとって、「(政府の)抜本的な取り組みが進展したこと」を意味するであろう。本来日銀の3月の緩和措置は、政府のこうした措置を予想して、その痛みを和らげる性格のものを先打ちしてしまっていると考えれば、日銀の新たな措置は必要ないとも言える。日銀は既にすべき事をしているとの立場で、今回の金融政策決定会合では金融政策を据え置くという選択肢である。

しかし今の日銀には、その選択肢は取りにくい。本来の形としたら、この骨太案が政府からまず出て、その上で3月に実施されたような日銀の緩和措置という手順だった筈だ。しかし日銀は昨年未から今年に掛けての景気判断を見誤った関係もあって、3月に緩和政策を先行させた。

政府のリーダーシップが形を取り始めた時に、そしてその政府から新たな緩和措置を要望されているときに緩和を見送らないし拒否すれば、今の景況悪化が顕著になる日本経済に対して「政府と日銀の連携欠如」と言った印象や、「頑なに姿勢の日銀」といったイメージを強めてしまう。政府のリーダーシップには応えなければならない、という判断が政策委員会の中でも強くなっていると思われる。

取りうる措置が少ないのは事実である。いずれの措置も3月19日に明らかにした四つの措置を強化する形が予想される。日曜日のテレビ番組での竹中経済財政相、石原行政改革担当大臣などの話を総合すると、特殊法人債務の民間売却などの形での金融措置も今政府で検討されているようで、そうした措置との合わせ技になる可能性もある。しかし筆者は、28日の金融政策決定会合では日銀独自の新たな何らかの緩和措置が打ち出されると見ている。

30日の日米首脳会談は、小泉首相にとってもだが、ブッシュ大統領にとっても重要な会議になる。同大統領は先に欧州、ロシアを歴訪したが、その後の世論調査はブッシ

ブッシュ大統領へのアメリカ国民の支持率が落ちていることを示している。ミサイル問題にしる、京都議定書を巡る環境問題にしる、ブッシュ大統領は欧州のどの国とも強い絆を示すことができないまま帰国した。対立ばかりが目立った欧州歴訪だった。

それに対するアメリカ国民の見方は、「ブッシュ大統領は、アメリカの威信を保つのに失敗した」というもの。ブッシュ大統領としても、今回の日米首脳会談を成功させて、アメリカのリーダーシップを国民に印象づけたいという気持ちがあるだろう。

小泉首相にしる、日本経済のアメリカ経済への依存度からすれば、自らの改革路線に対するアメリカの支持は欠かせない。アメリカはまず日本の改革路線を詳細に小泉首相から聞くことをするだろう。特に不良債権問題を中心に聞いてくるだろう。骨太案の最終とりまとめの最後に柳沢金融担当大臣が持ち出したと言われる与信費用比率（貸し出しに占める不良債権処理損の比率）といった新しい指標も検討対象になるだろう。

クリントン政権と違って今のブッシュ政権は、「あからさまに日本に政策や措置を押しつけることはしない」という態度で、対立点はマスコミには出ないようにしている。しかし、面と向かい合う今回のような場ではかなり突っ込んだ意見交換が行われるだろう。アメリカは日本の経済不振を「（アメリカにとっての）安全保障上の問題」という位置づけだから、討議せざるを得ない。

その結果は、小泉首相の改革路線をアメリカは支持し、その改革の過程で市場圧力によって円が円安に動くなれば円安を許容するというリンゼー路線の踏襲になるだろう。しかし、決してアメリカが許容する円安の範囲などは明確にしないだろう。それは、アメリカ国内に対して政治的に無理である。日米首脳会談の際に示すアメリカ政府に対する姿勢は、円を120円台の後半に動かす材料になると筆者は考える。

今週の主な予定は以下の通り。

6月25日（月）	5月全国百貨店売り上げ 5月電気大型店売り上げ
6月26日（火）	政府、「骨太の方針」を閣議決定 米5月耐久財受注 米5月新築住宅販売 米6月消費者信頼感指数 米FOMC（27日まで）
6月27日（水）	5月商業販売
6月28日（木）	5月鉱工業生産 日銀金融政策決定会合 3月決算の株主総会集中日 グリーンSPAN議長講演
6月29日（金）	6月東京都区部・5月全国消費者物価

5月完全失業率・有効求人倍率  
5月勤労者世帯家計調査  
5月勤労統計  
柳沢金融担当大臣が都銀頭取と意見交換  
NTT、「Lモード」開始  
米1 - 3月GDP確定値  
米1 - 3月企業収益改定値  
米6月シカゴ購買部協会指数  
米6月ミシガン大学消費者態度指数改定値  
6月30日(土) 日米首脳会談

来週早々の短観は、かなり悪い数字が予想される。28日の金融政策決定会合は、この短観の直前に開かれるという意味では、その悪さを先取りする意味もある。

#### 《 HAVE A NICE WEEK 》

週末はいかがでしたか。最近の週末としては、比較的天気良かったように思います。日曜日は朝10時ごろ投票に行ったのですが、投票所は閑散。大丈夫かなと思っていたら、2時間の投票時間延長もあって投票率は50%に乗ったようで、その分は殆ど都議会自民党に流れた印象。小泉人気は強かったということでしょうか。

土曜日の夕方に中野にいたら、鳩山さんに乗せた民主党の選挙カーが通り過ぎていきました。頑張っている印象だった。しかし第二党にはなれず。小泉人気に押されたということでしょうか

そういえば、日本で先行オールナイトをするというので、23日の夜スピルバーグ監督の新作「AI」を見ました。最近見たJSA、ギフトなどと比べると、人の入りは一番良かった。私は夜9時35分からのセッションに行ったのですが、23日はその後もオールナイトが続くようで、終わってドアを出たら12時過ぎからの分にも長い行列が出来ていた。

本当の封切りは29日からだそうで詳しくは書きませんが、日本が得意とするロボットの未来と人間との関わりを考えさせられます。

《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》