

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1629号 2002年03月18日(月)

## 〈 FOMC on Tuesday 〉

先週発表になった鉱工業生産指数などを見ても、持続性は別にしてアメリカの景気回復はまごうことなき現実となってきました。そこでポイントとなるのは金融政策です。昨年是一年間、1月3日を皮切りに利下げの連打だった。都合11回。今年は1月末のFOMCでの短期金利据え置きから入っているが、今週は今年2回目のFOMCが火曜日にある。

アメリカの金融市場の見方は、ごく一部に一気に利上げという意見はありますが、大勢は「リスクの所在」の変更。今まではずっと、「the risks are weighted mainly toward conditions that may generate economic weakness in the foreseeable future.」(今年1月末のFOMC声明)と言う形で、「経済の弱さ」に向いていた。それを「中立」に戻すのではないか、というもの。

結論から言うと、筆者もその見方に賛成です。

1. インフレ再燃の兆候がまったくない
2. 回復基調に入った(well underway)としても、そのパワーの根源が明確に特定できずにおり、よって持続性に疑念が残る
3. 従って、景気が回復してきたという認識は共有できても、事態の推移を見る余裕はあるし、その方が賢明

などが理由です。アメリカのインフレ状況が落ち着いていることは、先週発表になった2月の卸売物価でも明らか。同月の上昇率は0.2%で予想をやや上回った。しかし、その背景は変動率の高いエネルギーと食料品の上昇によるもので、この二つを除くと物価はまったく上昇していない。また2月まで一年間の米卸売物価上昇率は、マイナス2.6%となる。「利上げ」を正当化する物価環境ではない。

次が一番大きな問題である。それは、今景気回復のパワーの根源に関する問題。グリーンズパンも「十分進んでいる」としている現在のアメリカの景気回復過程には、過去の例からは理解を超えた部分があると考えているでしょう。

相場でも景気でも従来の常識は「山高ければ谷深し」であり、「高原状態が長く続けば、その後の底這いも長い」というものだ。日本経済も東京株式相場も80年代の高い山、

長い高原状態から見れば、その通りの動きとなっている（やや長すぎるが）。

しかし、今のアメリカはどれもそうではないのだ。90年代のアメリカの景気の山、株価の山はともに非常に高かったのに、もしこのまま株価が戻り、景気が回復基調に入るとすれば、その後の落ち込みは日本の経験からすれば、また経済のこれまでの常識からは信じられないほど短い。

なぜアメリカだけが、従来の常識を離れた速やかな回復（景気、株価での）が出来るのか。経済に携わっている人間なら誰でもそう思う。恐らくFOMCの内部でもこの議論は行われているに違いない。議論の最中なのか、グリーンズパン議長が証言などでこの問題を正面から取り上げたことはまだない。

恐らくこの点が解明されなければ、FOMCは自信をもって利上げに動くことはできないだろう。経済をずっと見てきた人間なら誰でも、今の次々に出てくる強いアメリカ経済の指標に驚いている、というのが実体だろう。

### 《 America's surprise economy 》

「一つの答え」を出そうとしているのが、ビジネスウィーク誌だ。この雑誌はしばしば間違ふ。80年代の初めに「株は死んだ」と論じたが、アメリカの株ブームが始まったのは正にその時期だった。ニュー・エコノミー論を真っ先に論じたのもこの雑誌だが、ITブームが終焉するにしたがって、同誌の主張もあやふやになった。だから今回も眉に唾を付けて読む必要はあるのだが、ベースになる有効な議論は提供してくれている。

3月18日付けの同誌の見出しは、「America's Surprise Economy」というものだ。確かに「surprise」という単語には共感を覚える。あの高い山のあとに、なぜこれほど素早く反発できるのか。驚愕の経済なのだ。

ビジネスウィークは、アメリカ経済の驚くべき回復力を示している背景には循環的な要因と構造的な要因があると指摘する。そして、「The U.S. economy truly has changed.」と主張する。こうした言い切る論調が眉に唾をつけたくなるの原因なのだが、それは置くとして、主張は以下の通りです。

同誌が循環的な要因として挙げているのは、

- 1．在庫の動き
- 2．デフレによる（消費者の）購買力の維持
- 3．低金利による借り入れの容易な状態持続

など。同誌はこうした要因を背景に、「Americans can shop because they still have plenty of money to spend」と指摘している。日本に比べずっと高金利の下で生活してきたアメリカ人にとって、昨年一年間の金利の低下は恐らくめざましいもの、ついローンを組みたくなるものだったに違いない。

おまけに、昨年最後の数ヶ月はテロ攻撃の後、自動車ローン金利がゼロにまでなった。10%近い自動車ローンに慣れた人々からすれば、ゼロはいかにも魅力的だ。消費の前倒しという事態が起きた。実際にこの金利の動きが米消費者の活動を活発にしている可能性はある。

しかし同誌は、「もっと重要なのは構造的な要因」と分析し、具体的には

1. 技術革新 ( technological advances )
2. 効率性の新たな上昇 ( new efficiencies )
3. 一段と相互依存関係を深めたグローバル市場 ( more interconnected global markets )」

の三つを挙げている。

ここで同誌がポイントとして指摘しているのは、ニュー・エコノミーを背景としたアメリカ経済の生産性向上。不況下では普通生産性は落ちるのだが、今回は落ちもせず高水準を保っており、それがアメリカ経済の機敏な回復に寄与しているところの雑誌は述べている。昨年第四・四半期の年率の米生産性伸び率は5.2%に達した。

ビジネスウィークは、IT革命を経たアメリカ経済は景気の落ち込みを加速した可能性と同様に、回復のプロセスも速めると主張する。同誌はこれを「quick reflexes」と呼んでいるが、いったん減らした在庫をどのくらい再び増やしたら良いかなどでITが威力を発揮するし、ITを背景とする生産性の回復は柔軟な労働市場の存在と相まって、企業の収益率を大きく改善させると述べている。

同誌の結論は、

「 But if there is anything we have learned in recent years, it is that the U.S. economy's improved efficiency, flexibility, and quick reflexes have given it a surprising resiliency. The New Economy has shown time and again that it can deliver on its promises. This year may well be another one of those times. 」

同誌が指摘するとおり、今のアメリカ経済が「a surprising resiliency」を示していることは確かである。しかし、週末のフィナンシャル・タイムズなどはIT革命が経済に果たした役割に関しては、当のIT産業の幹部でさえも比較的懐疑的とも述べている。

筆者は、9月11日のテロというアメリカ国民にとっての非常にショッキングな出来事も、逆にアメリカ国民を奮え立たせる、景気を落ち込ませなかったという意味合いで重要だったのではないかと見ている。しかし、その辺のところはまだ進行中のことで分

からない。

ビジネスウィークの見方は、一つの視点である。FOMC もこの問題には頭を悩ませているに違いない。だからこそ、利上げにも今回は慎重になると考える。

### 《 political show in Japan 》

日本では、過去に例を見ないような政治ショーが展開中である。月曜日（18日）の日経の2面の「この道はいつか来た道」という田勢さんの分析ではないが、今の日本の政治ショーにはデジャビュの部分と、彼が言うところの『「政治は少しも変わらない」と断定するのは間違っている』という部分がある。

筆者が考えていたのは、「今のように自民党の議員の間で、お互いを露骨に無視、非難しあう局面があったらどうか...」「これは一つの大きな変化かも知れない」という点である。そういう意味で、田勢さんの後者の意見には賛成です。鈴木氏に対する官邸の人々（小泉、福田両氏）の冷たい対応、阿部官房副長官の田中真紀子さんへのコメント、これは自民党が大きな曲がり角に来ていることを示している。問題は、その争いの行く手が見えないし、その行く手が見えない政党に変わって日本の政治を任せても良いと思える政党や勢力は出来ていない、ということでしょう。

政権政党が今の自民党のような状況になったら、二大政党制のアメリカでは確実に政権交代が起こっただろうし、政権政党もそういう緊張感があるから理念なき戦いはしないと考えられる。日本経済の不振が長引いていることは、政治の動きと密接に関連している。いや「関連している」というのは抽象的だ。かなりの部分は「政治の責任」だと言って過言ではない。

日本の政治は、自国経済が抱えている問題点を把握できず、世界経済の大きな流れに関心を示さず、戦後一端は成功したもののその後荷物となったシステムの除去に正面から取り組めなかった。日本以外のどの国でも、もうちょっと果敢な決断を下せたら。そしたら、状況は大きく違っていたはずだ。今の騒動の展開具合を見ていると、残念ながら当分そういう状況は続くのだろうか、と考えざるを得ない。

もっとも、新しい目は芽生えてきている。自民党による法案の事前審査をなくすべきだと言う主張は党内からも強まっているし、今の世論の流れの中ではそういう方向が出てくる可能性が高い。もともと「経済一流、政治二流」と言われた日本だが、今は「経済二流、政治四流」くらいか。

しかしだからといって、日本経済が今のまま世界から問題視だけされる時期が永遠に続くわけでもない。柔軟性という点ではるかにアメリカに劣る日本は、実にゆっくりと危機をはらみながら曲がり角を曲がろうとしているように見える。

景気の現状を見る。先導するアメリカを後追いする形で景気の持ち上がりの兆しが出てきた日本だが、弱点は「設備投資」であることが明確になりつつある。内閣府が先週

発表した1月の機械受注統計は、民間設備投資の先行指標である「船舶・電力を除く民需」の受注額（季節調整済み）で前月比15.6%減の7638億円となった。下落幅としては過去最悪、額としては1987年7月の7353億円以来の低水準である。

中でも、非製造業の下落幅が同20.3%減と大きかった。内閣府は非製造業の落ち込み幅について「前月に大きな投資があった分の反動減がみられる」（経済社会総合研究所の妹尾芳彦・景気統計部長）と説明し、実態は数字ほど悪くはないとの認識を示しているが、基調判断として「機械受注の動きは減少傾向にある」との判断を5カ月連続で維持している。

第一・四半期見通しの0.4%減についても、同期間に0.7%増とみていた非製造業が1月だけで大幅減少したことから「下振れの可能性は否定できない」（内閣府）としている。このため、今後の設備投資動向についても「2002年度前半の設備投資は低調に推移する可能性がある」（同）との見方だ。

これに対して、先行して改善してきているのが消費者の心理だ。これも内閣府が先週発表した消費者心理調査（2月調査）は、「今後1年間の暮らし向き」の見通しを指数化した生活不安度指数で155となった。これは前回2001年12月の調査に比べ3ポイントの改善。同指数は2001年8月以降、企業業績の悪化懸念などから急激な悪化が続いた。今回の改善はそれからの反動とみられるが、改善に転じたのは2001年6月調査以来4回ぶり。

ただし、同時に発表された「収入見通し」では、「増える」と答えた人の割合が7.1%と、12月調査（7.9%）に比べ微減となった。

今週の主な予定は以下の通りです。

3月19日（火）

日銀金融政策決定会合（～20日）

1月景気動向指数改定値（14：00）

米1月貿易収支（22：30）

米FOMC（23：00～）

3月20日（水）

1月産業活動指数（8：50）

来年度予算成立（与党見込み）

政府「知的財産戦略会議」初会合

米2月住宅着工（22：30）

米2月財政収支（21日4：00）

3月21日（木）

東京市場休場（春分の日）

小泉首相訪韓（～23日）

米2月消費者物価・実質賃金（22：30）

米2月コンファレンスボード景気先行指数

ECB理事会（フランクフルト）欧州協議会

米3月フィラデルフィア連銀指数(22日2:00)

3月22日(金)

3月日銀金融経済月報(14:00)

### 《 have a nice week 》

あちこちで桜開花の報が聞こえる暖かい週末でした。諏訪ではまだでしたが、高円寺の我が家の周りでも既にかなり多くの桜の木が綺麗な花を付けています。週末はもうお花見をしましたか。まあ、今週末がピークか。

桜が咲くころはいつも花粉のピークなのですが、今年はすこし楽になった。いろいろ試しているせいですが、どうやら一番基本は「十分な睡眠」をとって体調を万全にすることだと分かりました。風邪と花粉症が一緒になると一番たちが悪い。

ここ1週間ほど私のサイト(<http://www.ycaster.com/>)では、花粉症対策が一番の話題でしたので、ご興味のある方は覗いてください。そうですね、今週は木曜日がお休み。私は出張ですが、ちょっと楽な一週間かもしれない。

それにしても桜の季節ということから思いついたわけではないのですが、つい一ヶ月くらい前には「世界的大恐慌、その震源は日本」といった報道が多かった時期に比べると、世界経済を取り巻く環境はかなり改善してきた。今朝驚いたニュースは、隣の韓国で株価上昇、不動産価格上昇で「バブルの懸念」さえある、というニュースだ。たった2年くらい前には息も絶え絶えだった国。大きな意味での調整局面は続いていると言っても、韓国経済の回復は大きな変化である。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所首席研究員の伊藤(E-mail [ycaster@gol.com](mailto: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》