

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1945号 2008年11月04日(火)

《 Next U.S. president will reshape the world 》

今週は世界最大の経済規模を誇り、今でも他の取って代わる国がないという意味で世界の代表的・指標的国家であるアメリカの次期大統領が決まる週です。実際に大統領になった時に取れる政策の差以上に誇張・強調している面はあるが、それにしても二人の選挙戦での経済政策の目標や手順は違う。その政策が実際に、かつ本格的に実行に移されるのは来年になってからだが、市場はそれを先取りする形で動くだろう。そういう意味で今週は非常に重要な週になる。

この文章を書いている4日現在では、民主党のバラク・フセイン・オバマ候補が勝つか、共和党のジョン・シドニー・マケイン候補が勝つかは依然として推測の域を出ない。世論調査を見ると、ABCの最新調査で11%ポイントの差をつけてオバマ候補が優位だが、今回の選挙にはブラッドリー効果（白人と黒人の選挙対決の際には、黒人候補の事前支持率が高く出る傾向を指す）など不確定要素がある。

ただし接戦の場合を除いて、5日の午前中にも次の米大統領が決定するはずだ。

新大統領がどういう経済政策を取るかに関係なく、一つははっきりしているのは過去の負債をがっちりと背負ったアメリカ経済の立て直しには相当な腕力と時間が必要だと言うことだ。「腕力」とは現状認識の間違いなさに加えての、それに基づく政策実行を行う際の政治的意志決定能力とその遂行力であり、「時間」とはそれが揃ってもアメリカという大きな空母の方向を変えるのに必要な時間の長さを指す。

既に少し前まではGDPの65%（日本などはほぼ60%、中国は40%）だったアメリカ国民の消費の割合が70%近くにまで接近した背景はよく語られている。家計が住宅価格の上昇をテイクチャンスして住宅ローンに上乘せする形で借入金を増やし、それで消費を増やした。つまり借金に借金を重ねたのである。

ある調査によると、今の可処分所得でアメリカの家計が借金を返すのには単純計算で40年かかるという。またニューヨーク・タイムズに掲載された調査によると、アメリカの家計の平均年貯蓄額は400ドル弱なのに、年間に負っている負債は11万7952ドルに達するという。いずれにしてもアメリカは、家計部門でも大変なleverageが効いた国だということになり、そのde-leverageには相当時間が掛かるし、その前提として景気の良い状態が続かざるを得ない。しかしアメリカは景気そのものを消費者の消費に頼ってきたの

だから、「では何に頼るのか」という問題に新大統領は直面する。

10月の中旬にニューヨークの街を歩きながら真剣に考えたのは、「一体この国はこれから何で食べていくのか」という大きな疑問だった。農業はまだ間違いなくアメリカにとって優位な産業である。しかし国民全部を食べさせるような産業ではない。航空宇宙も強い。しかし、ボーイングの機体のかなりの部分は日本製だ。

航空機以外の製造業はどうか。自動車はご存知の通りだ。レイオフが続いているし、GMとクライスラーが合体すると聞かされても、「弱弱連合に何が独自に出来るのか。せいぜい政府の資金が頼みでは」と思ってしまう。GEは確かに健全な会社だが、実は金融で稼いでいたという説が強い。ITもかつての勢いはない。サービス業は確かに雇用を吸収しているが、労働賃金は安い。そもそも頼る物がなくなってきたから金融にそのパワーを集めたのがアメリカではなかったのか。しかしその金融でアメリカは躓いた。

輸出にはドル安が必要だが、そのドル安はアメリカへの資金流入の阻害要因となりうる。

《 trickle-down theory 》

筆者が大統領候補の演説などを聴いて一番気になったのは、「私を変えてみせる」という意気込みばかりが強くて、国民がこれから確実に背負わなければならない負担、苦境、苦しみについて何も語っていない点だ。「アメリカを変える、世界を変える」「あなた方は再び豊かになる」とオバマ。しかし今のグローバルの時代に、政府の政策だけで豊かになる国など世界のどこにもない。政府の政策は重要だが、国民や企業に競争力がなければその国は豊かになれない。

オバマが勝てば富裕層に対する減税は打ち切りとなり、彼の言葉を借りれば中間所得層に対する減税が行われる。しかし、今の経済の構造を見れば多少の減税をしただけでアメリカの中間層を再び再興し、揺籃するだけの産業と職が戻ってくるかは不明だ。多分無理だろう。世界にはまだアメリカの労働者を脅かす低賃金と高能力の労働力が溢れている。アメリカの労働者を雇う企業に3000ドルの税還付をするとオバマは約束する。しかし、それだけで続々とアメリカに職場が戻ってくるとは思えない。南に国境を超えれば、アメリカ人の何分の一の労働賃金で働く若いメキシコ人労働者が大量にいる。

マケインが勝てば、富裕層に対する減税が続行される。彼は相変わらずトリクルダウン理論(trickle-down theory)の信奉者なのだ。この理論は、「富める者が富めば、貧しい者にも自然に富が浸透(トリクルダウン)する」という考え方だ。確かにそういう面はある。しかしそれでは今のアメリカの格差問題(多くの国民もそれへの反感を強めている)を解決するには、膨大な時間がかかる。豊かな人間が、過去ほど富を使うとも思えない。この危機の時代を経たらなおさらだ。アメリカでは豊かな人間は平時にはなおさら豊かになって格差が開いた。それが縮小したのは、今回の危機の最中だった。皮肉なことだ。トリクルダウンは一定以上の効果は期待できない。

つまり今の金融危機を乗り越え、むしろそれが低減するのが健全でもある消費環境の中

でアメリカ経済を立て直すには非常に難しい方程式が必要なのだ。なのに二人の大統領候補からは、「あなた方にも責任がある。ともにこの苦しい時代を一緒に乗り越えよう」という国民へのメッセージが聞こえない。ある意味で選挙民を甘やかしている。これは政権を取ったときに、そして約束を果たせないことが分かったときに、政権にとっての大きな負荷になる。

消費に代わる柱として輸出に頼ってドルを下げようとするれば、アメリカは今後どうしても必要になる資金調達に支障を来しかねない。いずれにせよ、アメリカ再生は短期間では非常に難しい作業なのだ。

新大統領が就任した後に、約束したほど経済が上向かなかった時のリスクはオバマの方が大きい。確かに「史上初めて黒人が大統領になった」というのはアメリカにとっての「変化」だ。しかも「大きな変化」だ。国民はしばらくそれに酔うかもしれない。しかし、冷めるのも早いだろう。「チェンジ」を声高に叫んだ分だけ、国民の期待を一心に背負って登場するわけだから、結果を素早く出さなければならない。

その危険性があるからこそ、筆者はずっと新大統領はこれからのアメリカの経済の立て直しが容易ではないこと、新大統領が登場したとしてもそれには相当時間がかかるということ、それに国民のサイドでもやはり借金のしすぎは良くないし、良い職に就くには自己研鑽が必要なことを正直に述べる事が出来る人が良いと思っていたが、マケインは最初からオバマに対して劣勢でそれが言えず、オバマも最後の最後での白人投票者の心変わりが恐ろしくてそれを言わなかった。それが響いてくると考える。

今後のアメリカは金融に加えて財政の出動がどうしても必要になってくる。議会は民主党が上下両院を制覇する勢いだから、オバマが当選すれば政策遂行は素早くなる。しかし本当に民主党政権が走り出すのは選挙から3ヶ月も先の来年1月だ。その3ヶ月の間に経済が悪くなったら、印象としては新大統領も責任があるように映るだろう。なぜなら、今回の場合は次の新大統領も11月15日の金融サミットには出席し、その時点から次期大統領の治世が始まったような印象を国民は持つからだ。

今のところ進展だと思われることは、特にオバマ候補の陣営がトランジション（政権移行作業）を敏速に出来る体制を整えていると言われる点だ。新大統領の評価が高いうちは、ニューヨークの株もドルも強い展開を示そう。問題は、新大統領の支持率が下がってくる中で、アメリカ経済の一段の低迷が明らかになる過程である。その時は、ニューヨーク株安とドル安が同時に生じる可能性がある。

《 world-wide interest rate reduction 》

アメリカの金融政策を見ると、政策金利は着実に引き下げられている。先週29日に終わったが直近FOMCは、いつもの通り短いが、しかし興味深い文章で声明を構成しながら、FF金利誘導目標と公定歩合の各0.5%引き下げを発表した。この結果、FF金利誘導目標は1.5%

0%に、公定歩合は1.25%になった。利下げ幅(0.5%)と帰着金利(1.0%)の数字は接近し、今度0.5%の下げ幅で利下げしたとしたら、利下げ幅と帰着金利は全く同じ0.5%となる。アメリカの金利も本当に下がったものだ。

注目されるのは、0.5%の引き下げによる1.0%へのFF金利誘導目標引き下げに、理事の誰一人、地方連銀の総裁誰一人異議を唱えなかったこと。参加した全員が賛成したと書いてある。つまり全会一致。私は反対意見の存在が好きだったし、8月5日までのFOMC決定には結構反対意見が記載されていたのに、今年9月以降はリチャード・フィッシャーを含めて誰一人として決定に反対していない。理由説明の書き出しも特徴的だ。

「The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate 50 basis points to 1 percent.

The pace of economic activity appears to have slowed markedly, owing importantly to a decline in consumer expenditures. Business equipment spending and industrial production have weakened in recent months, and slowing economic activity in many foreign economies is damping the prospects for U.S. exports. Moreover, the intensification of financial market turmoil is likely to exert additional restraint on spending, partly by further reducing the ability of households and businesses to obtain credit.

In light of the declines in the prices of energy and other commodities and the weaker prospects for economic activity, the Committee expects inflation to moderate in coming quarters to levels consistent with price stability.

Recent policy actions, including today's rate reduction, coordinated interest rate cuts by central banks, extraordinary liquidity measures, and official steps to strengthen financial systems, should help over time to improve credit conditions and promote a return to moderate economic growth. Nevertheless, downside risks to growth remain. The Committee will monitor economic and financial developments carefully and will act as needed to promote sustainable economic growth and price stability.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F. Geithner, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Richard W. Fisher; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Sandra Pianalto; Charles I. Plosser; Gary H. Stern; and Kevin M. Warsh.

In a related action, the Board of Governors unanimously approved a 50-basis-point decrease in the discount rate to 1-1/4 percent. In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Boston, New York, Cleveland, and San Francisco」

気になったのは「最近の経済活動のペースは著しく鈍化した」ことの説明として「owing importantly to a decline in consumer expenditures.」(重要なことに、消費支出の減少)と指摘していること。これは発表前日明らかになった消費者景気信頼感の指数(史上最低への低下)なども考えに入れてこう書いている。あまり今までのFOMCの声明で importantly という単語が使われた記憶はない。それだけ「消費の落ち込み」にFOMCが興味を持っているということだ。

金融市場の混乱激化については、「家計と企業が融資を得られにくくなることなどから、今後一層消費や設備投資での支出削減に繋がる可能性が強い」とこれからことを心配しているのが印象的だ。インフレについては、エネルギーやその他商品価格の下落や景気の一層の弱体化により、「(FOMCが目指す)物価安定に沿ったレベルに今後数四半期の間に鈍化してくる」と楽観的だ。FOMCはインフレではなく、もっぱら景気を心配していることになる。

声明は、今回の1.0%への利下げを含めて、各0.5%の協調利下げ(10月08日)緊急流動性付与措置、一連の金融システム強化措置(不良債権の買い取りや公的資金の注入などでしょう)などの措置が、アメリカの金融情勢の改善と、それによる妥当な経済成長路線への回帰を助けるだろうとしながらも、「Nevertheless, downside risks to growth remain.」と言い切っている点。

これが非常に重要なのは、今回の利下げを含めてこれだけ当局が措置を施しても、「まだ景気のダウンスайд・リスクは残る」と述べていることになる。ということは、例えば本当に悪くなったらゼロ金利といったどこかの国がやったような措置が必要になるかもしれない、ということだ。つまり再利下げはあり、ということ。

アメリカはグリーンズパン前議長の下で、2003年夏場から2004年の春くらいまで既に「FF金利誘導目標1.0%」というのをやっている。当時のアメリカには「デフレ懸念」があった。今のアメリカの金利がそれに並んだと言うことは、デフレ懸念も出てきたと言うことだろう。FF金利1.0%それ以下というのは私の記憶にないので、今の水準から更に引き下げられるなら、それはアメリカにとって新境地ということだと思う。

《 BOJ follows the lead 》

先週は日銀も利下げを実施した。しかし日銀の利下げは、外部から見てFOMCほどクリアカットではなかった。まず利下げ幅が、ワンエース(0.125%)の倍数でなく、過去に例のない0.2%という幅だったこと、加えて「4対4 可否同数 議長裁定」という決まり方だったことだ。政策金利の0.3%への0.2%引き下げは、「新たな下げ余地を残した」と見るのが妥当で、白川総裁が提案したという。

しかしこの変わった下げ幅には、「賛成4：反対4」という意見対立が生じた。日銀の発表文注1には次のように書いてある。

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員。反対：須田委員、水野委員、中村委員、亀崎委員。可否同数のため議長が決した。

筆者は最初にこの注釈を読んだとき、「ああ、4人は引き下げに反対したんだ」と思った。しかし実は、反対した4人の中で3人は0.25%への利下げを主張し、あと一人は据え置きを主張したという。利上げ発表から1時間以上たった記者会見の中で白川総裁が明らかにした。これには筆者も困惑したし、市場も困惑した。当初発表だと、利下げそのものが可否同数だと見えたのだが、実は8人の委員のうち7人は利下げには賛成だったと後から分かったからだ。

筆者は今回の日銀の発表方法に大きな瑕疵があると思う。なぜなら、1時間以上にわたって日銀は市場に間違ったイメージを振りまいた。利下げ派、据え置き派が拮抗という当初発表のイメージは、白川総裁の記者会見での公開によって「利下げそのものは政策決定会合の大勢だった」ということに大きく意味転換した。8人中7人は利下げ派だったのだから。

筆者が思うのは、なぜ日銀が「反対の中味」、つまり誰が何を主張したのかを発表文に入れないのか、です。同じ執行部案に反対だとしても、「そのものに反対」と「幅に反対」ではインプリケーションが全く違う。市場はそれを最初から知る権利がある、日銀はそれを公開する義務がある。発表から1時間もたって、「利下げそのものは決定会合の大勢として決まった」ということが分かったとしたら、発表の意味合いそのものが変わってしまう。

FOMCの声明文も毎回同じように短い。しかし決定に異論が出たときには、「決定とは違った主張した人が誰で、何を主張したのか」を必ず短く入れる。例えば、今年4月30日に「0.25%の2.0%への利下げ」を発表したFOMCの声明文には以下のような明示がある。

「Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F. Geithner, Vice Chairman; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Frederic S. Mishkin; Sandra Pianalto; Gary H. Stern; and Kevin M. Warsh. Voting against were Richard W. Fisher and Charles I. Plosser, who preferred no change in the target for the federal funds rate at this meeting.」

これを読んで初めて「ああ、プロッサーとフィッシャーは据え置きを主張したんだ」とFOMC全体の意見のバラツキ具合が見える。異なる主張(Voting against)をしたときにはその人の名前とその主張(上げ下げの幅や据え置きなど)を書くのがFOMC声明の常なる作業です。その方が瞬時にFOMC全体の雰囲気や世の中に伝えやすい。

正直言うと、筆者はFOMC声明が出るとまず上げ下げ据え置きの決定を最初のパラグラフで読み、次に説明を飛ばして「全会一致」だったのか、「誰か異論を唱えていないのか」を

下から2パラ目を読みに行く。29日の発表もそうでした。今回は全会一致だった。だってそうじゃないですか。決定の決まり方は非常に重要です。説明はその後でいい。

私は今回の日銀政策決定会合が「可否同数」「議長裁定」という一件劇的な内容だっただけに、反対した人達の意見を明確に発表文に最初から入れるべきだったと思う。日銀の今回の発表形式では、「誰が据え置きを主張したのか」という推測がまたぞろ出るだろう。

1人の据え置き派に関しては、東京新聞は須田委員であり、日経は水野委員のようだと書いている。他のマスコミはまた別のことを書いているのかも知れない。白川総裁は記者会見でもそれも明らかにしなかった。その人が誰だったのか、どういう主張だったのかは日銀の発表形式では今後も詳細には分からない。これは不透明だ。重要な決定なのに。発表方式の改善を日銀には望みたい。

日本は麻生総理大臣のイニシアチブで景気対策にも乗り出している。しかし景気対策としては小規模だし、「また住宅政策か」という印象も強い。各国政府はバブルの殆どが住宅（ビルや不動産を含む）を巡って起きているというのに、相も変わらず「住宅」を景気対策の柱に据えたがる。消費を一番連れてくる政策だからだが、その結果として国民が負っている負担も相当大きいことを考慮すべきである。

中国もノルウェーも利下げを発表しており、今後この「利下げの動き」は世界中に広まる可能性がある。火曜日にはオーストラリアが0.5%ほどの利下げをすると予想されるし、ECBを利下げの可能性が強い。

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|----------|--|
| 11月3日(月) | 東京市場休場(文化の日)
米10月ISM製造業景況指数
米10月新車販売
米9月建設支出
ユーロ圏財務相会合(～4日) |
| 11月4日(火) | 米9月製造業受注
米大統領選挙・米上下両院議会選挙
豪金融政策決定会合(10/7に1%の利下げを実施済み、
今回も0.5%の利下げがあるとの見方が有力) |
| 11月5日(水) | 白川日銀総裁講演
英中銀金融政策委員会(～6日)
米10月ADP雇用統計
米10月ISM非製造業景況指数
APEC財務相会合(～6日、ペルー・トルヒーリョ) |
| 11月6日(木) | 9月景気動向指数(速報) |

	E C B 理事会
	米 7~9 月非農業部門労働生産性
	米 10 月チェーンストア売上高
11 月 7 日 (金)	米 10 月雇用統計
11 月 8 日 (土)	G 2 0 財務相・中央銀行総裁会議 (~9 日)
	ニュージーランド総選挙実施

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。見る間に寒くなった週末でした。そのはずで、忘れていましたが、この週末からアメリカの夏時間は終了。米東部時間との時差は 1 4 時間となった。日本時間の午後 1 1 時半を過ぎないとニューヨークの株式市場は開場しない。

最近本当によく思うが、日本は中途半端に「3 連休」が多い国だ。それはそれで良いのだが、このくらいだったら一週間とかまとまった休みにした方がいいように思う。三日では中後半端なところにしか行けない。

今週もいろいろなことがありそうです。長くなったのでこの辺で。皆様には残りの一週間を楽しくお過ごし下さい。

《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)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》