

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1579号 2001年02月26日(月)

《 BOJ is changing view on economy 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 今まで「景気は緩やかな回復基調を続けている」と言い続けていた日銀も、ここに来て大きく認識を変えつつある。先週木曜日に栃木で講演・記者会見して厳しい景気判断を示した田谷審議委員に続いて山口副総裁もこの週末にかけて東京新聞や共同通信とのインタビューで「日本の経済成長や物価の前途は、昨年考えたよりも相当厳しめに考えざるを得ない」(共同の記事から)との判断を示した。日銀の景況感は明らかに弱い方に変化しつつある
2. こうした中で日銀の次なる緩和措置(ゼロ金利復帰を含む短期金利の引き下げ、量的緩和)が視野に入りつつあるが、日銀の中には直接償却の促進など銀行の不良債権抜本処理を前提として、それに伴って生ずるデフレ圧力に対処して「新たな金融緩和(量的緩和を含む)」を行おうという意見が前面に出てきている。この考え方を示しているのは植田、田谷両審議委員である
3. 政府サイドでは、柳沢・金融担当大臣が日銀の一部審議委員とキャッチボールする形で不良債権の抜本処理を進めようとしており、これとの関連で日銀の新たな緩和措置を歓迎する意向を示している。植田、田谷両委員の意見は実際のところ2/9以上に広がっていると思われる。政府の構造改革努力の進展と歩調を合わせて日銀が金融緩和を考えているとしたら、日本の経済政策に今までなかった「それぞれの責任分野での協調的・前向きな合目的的行動」ということで歓迎できる
4. 今後の課題は、 A) 日銀内部でも政府とのトレードオフ(交換)による新たな緩和発動の意見が大勢になるかどうか B) 政権基盤が極めて不安定でいつ交代が生じてもおかしくない今の森内閣の下で「不良債権の処理」が税制など法律・制度面でもどの程度進むか不透明 という点だが、こうした動きは先の G7 でも指摘された方向での取り組みであり、進展すれば今後の日本経済にとって有意義な動きとなる
5. この結果、金利に対しては長短ともに下方圧力が当面はかかると考えられ、日本経済の回復期待が強まってくれば話は変わってくるが、その間は円相場に対しての基本的圧力は円安となると思慮される。株式市場への影響はどちらかと言えば、ポジティブなものになると考えられる

日銀の内部で明確に景況感が変わりつつあることを示したのは、山口副総裁と田谷審議委員である。25日の日経新聞によると、山口副総裁は「日本の経済成長や物価の前途は、昨年考えたよりも相当厳しめに考えざるを得ない」と述べたのに続いて

「(情勢の変化に応じ)取り得るベストの政策を検討し、選択していきたい。われわれにはいくつかの選択肢がある」

と述べている。量的金融緩和に関しては、「簡単ではない」と一応否定的な反応を示したと共同通信の記事には書いてあるが、この発言に対しては「日銀は難しいと言いながら、一定の状況下でかなり真剣にその可能性を探っているのではないか」との印象を筆者は強く持つ。

山口副総裁より景気の現状に対して明確に懸念を表明したのは田谷審議委員である。同委員は22日栃木県宇都宮市で講演・記者会見した。まず、「金融政策懇談会」(http://www.boj.or.jp/press/koen111_f.htm)に出席して、「日本経済は、一昨年から緩やかな景気回復を続けてきておりますが、最近になりまして、そのテンポが鈍化してきたようです」(日銀のサイトから)と述べ、その背景として 1)米国経済の急激な鈍化とそれに伴うアジア経済の落ち込み 2)日本の輸出と鉱工業生産の鈍化 3)日本の企業収益見通しの下方修正などを挙げた。

さらに同審議委員は、「こうした状況(米経済の鈍化、時間がかかりすぎる企業収益の家計所得への波及など=筆者挿入)下で、これまで想定してきました標準シナリオを維持して、リスクの高まりを注視する、という立場をとり続けることは難しくなっているように思います。リスクの顕現化などにより、標準シナリオからのかい離が否定しにくくなってきているのではないのでしょうか」と述べて、「ここで、大事なことは、日本銀行が素直に経済、景気認識をし、それに基づいてできることをタイムリーに行うことだと思います」と敏速に政策変更する必要性まで述べている。

具体的には、現在0.25%のコールレートの引き下げ、国債買い切りオペ増額など。後者に関して田谷委員は、「ここでも、やる前から、難しいとのみ言っていたのでは、不十分かもしれません。経済状況次第でしょうし、マーケット状況次第のところがあります」とその可能性を示唆している。この点は、「われわれにはいくつかの選択肢がある」という山口副総裁の発言と軌を一にしている。

木曜日の田谷審議委員の発言を受けてこの週末に山口副総裁が東京新聞や共同通信と会見し、田谷発言を追認するようかのように日本経済に対する従来より悲観的見方をあえて表明した。田谷委員の見方に“日銀全体としてのお墨付き”を与えたようにも見える。つまり、実際には日銀の中で日本経済に対する景況感の変化(弱気方向への)が生じていることを示唆していると思われる。

《 trade-off 》

景気認識の変化と並んでここ数日で注目すべき日銀の動きは、言ってみれば「トレードオフ」(交換)の考え方である。具体的には、不良債権の抜本処理を政府・銀行が進めるなら、それを交換条件に抜本処理によって生ずるデフレ圧力を緩和するために金融緩和を行うというもの。

この考え方は初めて表明したのは、植田審議委員である。同委員は2月16日のアジア・ウォール・ストリート・ジャーナルに寄稿して、その最後の文章で

「Although the short-term costs of such moves may be to exacerbate deflation, the possible long-term benefits could be large. Such deflationary forces, should they manifest themselves, will be an important factor in determining how the BoJ formulates its policies.」

と述べている。翻訳すると、「こうした措置は、短期的なコストとしてはデフレを深刻化させる危険性があるが、その長期的な潜在メリットは大きなものになる。措置実施に伴うデフレ圧力は、それが明確なものになった段階では日銀が政策を決める上で重要な要因となるだろう」となる。

植田審議委員が「こうした措置 (such moves)」というのは、銀行が問題債権貸出先の再生能力をもっと厳密に審査し、その整理 (不良債権の抜本処理) を進めることを指す。つまり、退場やむなき企業には市場 (銀行) から退場を促すことをするわけだが、その場合日本経済の構造改革は進むが、その一方で企業倒産などが出てデフレ圧力は強まる。「その場合には、日銀はその点を政策決定の重要な要素とする」というのが植田審議委員の提案 (考え方) なのである。これは、政府との間で政策の「トレードオフ」を提案していると言っても良い内容だ。

田谷審議委員は先に紹介した宇都宮での講演でさらに詳しく、「最近の株価の低下で、株式含み益による不良債権処理が難しくなっています。なんらかの方法によって不良債権処理のスピードを上げなければならないでしょうし、最終処理を進めなければならないでしょう。しかし、そのためには、金融機関の努力もさることながら、借り手企業の抜本的なリストラや再編、分社化などによる対応もこれまで以上に必要になるでしょう。そうした処理の過程では、デフレ圧力が強まりかねませんし、そうした処理が加速する結果、金融機関の信用創造機能が正常化するのであれば、日本銀行としてもそれなりの対応を採ることが必要になるかもしれませんし、また、そうした対応は有効なものになるのではないかと思います」としている。

その後の記者会見 (http://www.boj.or.jp/press/kisha082_f.htm) では田谷委員は、

(問)(具体的な対策は頭はないというが)不良債権処理に伴いデフレ圧力が高まることが予想された場合、金融緩和は当然あり得るかと思うが、量的緩和も選択肢には入っているのか。

と記者に問われたのに対して、「当然そうだ」と答えている。この記者会見は、「私は1/9」という立場を崩していない。しかし量的緩和に関しては、「簡単ではない」(山口副総裁)、「将来の景気回復期待が高まる前に、長期金利が上昇する」危険性(田谷審議委員)など依然として日銀内では消極的な見方が強いが、実際に政府との「トレードオフ」が実現する段階では、日銀は構造改革の進展が期待でき、かつデフレ圧力が現実のものとなる危険性が高い場合には、真剣に検討することは間違いないと思われる。同委員は、「デフレになってからでは遅い」とも述べて、政策発動が早期になる可能性も示唆している。

筆者は今発売の「中央公論」3月号の特集「日銀迷走と3月危機」に長い論文を寄せて、

『日本の経済政策策定で一番大きな問題は、どの機関がどのような機能と限界を持つかはっきりしておらず、従ってそれぞれの機能を持つ機関の間でそれぞれの責任分野に立脚した対等な議論が行われていない、という事だ。従って問題点が摘出されない。問題点が摘出されないから、当然解決に向けた努力はポイントをはずす。日銀の妙な「のり」の意識からくる自制が、日本の経済論議から緊張感を奪い、結果的に日本の苦境を深くした』

と書いた。最近の日銀の動きは A)政府との政策のトレードオフの考え方を示した植田審議委員の見解は、日本でストレートに表明されたのではなくアジア・ウォール・ストリート・ジャーナルへのコメンタリー(Carrot and Stick for Japan's Banks)として発表され間接的な方法が取られている B)不良債権処理に関して日銀が「政府・銀行業界」が日本経済再生の為になすべき事として積極的に提案する形を取っていない一などの点において筆者としては不満が残るが、日本の経済・金融政策担当セクターの間で自らの権限の責任範囲での行動計画策定と、それに伴う「政策のトレードオフ」の考え方が出てきたのは歓迎できる。

《 declining confidence 》

実際とのところ、アメリカ経済の景況感の悪化が足早に進む中で、日本経済の景況感は経営者の中でも急速に悪化しているようである。日本の場合はこれに「政治混迷」が拍車を掛けているが、最も新しい調査を朝日新聞が行っている。同社のサイトからその調査結果に関する記事を紹介すると

経営者の景況感、一気に後退 主要200社緊急調査

全国の主要200社を対象にした朝日新聞社の緊急景気アンケートで、経営者らの景況感が昨秋の時点より大きく後退していることが分かった。米国経済の予想以上の減速や株価の下落、長引く個人消費の低迷が背景にある。2001年度の実質経済成長率についても、4社に3社は政府見通し(1.7%)の達成が難しいとみており、景気回復に急ブレーキがかかったことがうかがえる。

調査は製造業、非製造業各100社を対象に2月13日から21日にかけて実施した。日米の株式市場が動揺する中、与党が株価対策の中間報告をまとめ、日銀が公定歩合の引き下げなどを決めた直後の時期だ。

景気の現状判断では、「足踏み状態」「緩やかに下降」「悪化」が合わせて165社に達し、前回調査(昨年10月)の24社から急増。「緩やかに回復」は1割弱の19社にとどまり、1999年以降続いてきた回復傾向から一転した。

判断根拠(回答は2つ)は「個人消費の動向」(138社)がトップ。次いで「米国経済の減速」(76社)、「企業収益の動向」(60社)と続き、内憂外患に悩む経営者の姿が浮かび上がる。

一種の短観調査のようなもので必ずしも科学的な調査ではないが、少なくとも企業経営者の景気先行きに対するコンフィデンスが落ちていることは間違いない。当然ながら『これまで景気をけん引してきた企業の設備投資の見通しにも陰りがみえる。2001年度の設備投資を2000年度との比較で尋ねたところ、「横ばい」が94社、「減少」が49社。「増加」は52社で、前回の135社から様変わり。設備投資は情報技術(IT)関連などから広がらないまま、峠を越えつつあるようだ。』(朝日)となる。

こうした景況感の悪化と、それに伴う政府・日銀の「トレードオフ」による措置の市場への影響に関しては A)政府と日本の銀行業界が不良債権の処理で具体的に税制面などを含めてどのような措置を早急にまとめることができるのか B)もしそれが出来てスキームが動き出す見込みが立ったときに、日銀が具体的にどういう措置をとるかーなど前提条件がいくつもある。

しかし全体的に言えるのは、金利に対しては長短ともに下方圧力が当面はかかると考えられ、日本経済の回復期待が強まれば話は別だが、その間は円相場に対しての基本的圧力は円安となる。むろん為替に関してはアメリカ経済の動向が一つの大きなポイントでドル安のリスクは常に残るが、日本の通貨当局は円高進行にはデフレ阻止の観点からも介入をもって対抗しよう。株式市場への影響はどちらかと言えば、ポジティブなものになると思慮される

今週の主な予定は以下の通りです。

2月26日(月)	1月大型小売店販売・商業販売 IOC 評価委員会大阪視察(3月1日まで)
2月27日(火)	米1月耐久財受注 米1月新築住宅販売 米2月コンファレンスボード消費者信頼感指数
2月28日(水)	1月鉱工業生産 日銀金融政策決定会合 1月住宅着工・建築着工 米10-12月GDP改定値 米2月シカゴ購買部協会指数
3月1日(木)	2月新車販売 米1月建設支出 米2月製造業 NAPM 指数 グリーンスパン議長議会証言 ECB 理事会
3月2日(金)	2月東京都区部消費者物価指数 1月全国消費者物価指数 1月有効求人倍率・完全失業率 1月勤労者世帯家計調査 G8 環境相会議

先週末のニューヨークの株式市場では、「FRBが3月20日の次回FOMC以前に緊急利下げを行う可能性は6割以上」とベア・スターズが予測したことで、引けに掛けてNasdaqが反発した。しかし、今の景況悪化を金利面だけの措置で支えられるかは疑問である。経済やハイテクに対するコンフィデンスそのものが毀損している可能性があるからで、いずれにしても少し時間が必要である。この点に関しては筆者は、先週号でG7の声明に関連して「声明は米経済の先行きに楽観的に過ぎている」と述べたが、今でもその見方を変えていない。その点から見ると、ニューヨークの株式市場の底意は弱いと考えねばならない。

今朝の日経産業新聞の一面記事ではないが、米ハイテク企業は今までの高い発射台を前提とした水準からは「総崩れ」の状態となっている。米ハイテク企業もますますレイオフあり、減益あり、倒産ありとごく普通の企業になりつつある。これは考えようによっては当然の動きであり、ハイテクが特別な産業ではなくなり「普通の産業」になりつつある証拠である。また注目すべきは、「業績の下方修正」が続いているが、発射台を高いところに置いていただけで、各企業の業績は高いという点で、期待がはげているという面が強いと言うことは念頭に置いて置いた方が良い。

《 have a nice week 》

特に日曜日は寒い週末でした。月曜日の朝も風が強い。ここに来て、風邪が徐々にはやってくるようです。花粉も舞い始めた。ご注意ください。

久しぶりに新聞の一面を見て楽しい気分になりました。新しい超伝導物質の発見に関する土曜日の夕刊の一面記事です。

「私は新聞はスポーツ面から読む。他の面には、人間が犯した愚行が載っているが、スポーツ面には人間が残した偉大な記録があるからだ」

とか言ったのは確かルーズベルトでしたが、たまには一面にも人間が残しつつある偉大な足跡が載っていました。

久しぶりに何回も読みました。それでも、典型的な文化系の人間であるが故に、詳細まで分かるわけではない。しかし、今までの記録を19度も上回り、金属化合物の限界と言われていた絶対温度30度を超えたという。二ホウ化マグネシウムは地球上ではありふれた物質で、研究用の試薬としても出回っているという。

新聞で読む限りでは、発見の契機が面白い。「大学4年生が卒業研究でホウ素とチタンとマグネシウムの組み合わせで実験をしていたが、なかなかうまくいかなくてもうやめようと思っていたとき、マグネシウムを多めに入れると超伝導性が上がることがわかった……」と書いてある。

いいですね、こういうのって。新聞にこういう記事が続けて4日載ったら、株価も上がること請け合いですな。

それでは、皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤 (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》