

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1581号 2001年03月12日(月)

《 lower yen ahead 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 先週は円が120円台を付けたが、これは一部で報道されているような「速水発言」「宮沢発言」で生じたものではない。日本のファンダメンタルズに沿った動きと思慮でき、アメリカ経済は鈍化しても信認を失うことがないと思われる中では、今後とも円安基調は続こう
2. 速水日銀総裁が7日に内外情勢調査会で行った講演を見る限り、日本経済に関する日銀の認識は昨年末から大きく変わってきており、従って日銀の今後の政策スタンスは緩和の方向にかなり積極化せざるをえない状況である。ゼロ金利復帰、他の緩和措置（量的金融緩和を含む）も視界に入ってくる
3. 日銀は金融政策の限界を指摘した上で「政治への注文」を盛んに付け始めた。これは正しい選択だが、受け皿がない。先週も指摘した通り「森退陣」の流れはできたものの、その具体的日程、森後継内閣の全体像が見えてこない中では、金融市場のいらだちは続こう
4. 従って今週も債券相場は高値模索、円と株価は下値模索を続けることになろう。日本の昨年最終四半期の国内総生産（GDP、季節調整値）は物価変動の影響を除いた実質で前期比0.8%増、年率換算で3.2%増となって四半期ベースでは2期ぶりのプラス成長になったが、この牽引車だった設備投資は今年に入って大きく落ち込んでおり、日本経済の先行き懸念は強い。個人消費の減少も懸念材料である

先週は、円安に二つの発言が拍車をかけたとされる。一つは日銀の速水総裁の『思い切った政策をトライするという意味では、「為替相場を介入により大幅な円安に誘導する」という政策も考えられます……』という文言が入った講演。もう一つは、「日本の財政は破局に近い」という宮沢財務大臣の国家答弁。

このうち、速水総裁の発言は明らかにマーケット・メディアから前後の脈略なくピックアップされてマーケットに流され、市場での誤反応につながった。実は日銀サイドからは同趣旨の発言として、先週月曜日の朝刊に既に植田審議委員の話が日経新聞に載っていた。

目新しいものではないのである。「介入による円安」は可能性として示唆しただけ。あとで本人が「そういうことはなかなか難しいという意図だった」と速水総裁が言っているが、実際のところ講演全文を読めばこの発言に対する市場の反応がおかしかったことが判る。

為替市場での「介入」ともなれば、関連諸国の承認（少なくとも暗黙の）がいる。具体的にはアメリカやアジア諸国だが、今のブッシュ米政権はこのニュースでも取り上げてきた通り、市場に対しては極めつけの「非介入主義者」の集まりである。日銀や財務省が仮に「円安」を重要なオプションと考えても、それを実施に移そうとしたらアメリカは日本経済に対する懸念をよほど共有しない限り強く反発するだろう。

アジアの諸国も、減少しつつあるとは言え依然として大きな貿易黒字を出している日本が「通貨安誘導」を露骨にすることには、強く反発するだろう。90年代のアジアの通貨危機は、円が大幅に軟化したときに発生した。従って、日本が現状の経済苦境からの脱出策として為替市場での大規模な介入を行う現実性は、当面は少ないと考える。

速水発言よりも市場で問題視され、影響も持続したのは、「日本の財政は破局に近い」という宮沢発言である。日本では新聞の扱いは小さかったが、私が見る限りではファイナンシャル・タイムズは一面トップで扱うなど、海外の新聞の扱いは非常に大きかった。この宮沢発言によって、海外の「日本悲観論」は一段と強まったと言える。

言の葉を扱う政治家の発言としては極めて軽率なものだが、筆者はこの宮沢発言も円安の流れを多少早くした程度のものだと考える。円は 1) 日本の政治・経済、それに金融市場の混迷状態は続く 2) 従って海外の資本の日本への流入は、今後しばらくは大きく伸びる可能性は少ない 3) 日本の対外貿易収支の黒字は徐々に減少している 4) 日本の金利は一段と低下しており、今後海外への資本流出が増加することが予想される—などを基本的要因として、今後も軟調推移すると考える。アメリカにも懸念があるが、経済や政策当局に対する「信認」という意味では、はるかにアメリカの方が上である。今後円相場は120円台の展開を中心とすることになる。

なお、財務省の黒田財務官は、この週末にニューヨークのジャパン・ソサエティーで講演した。この中で同財務官は、円の為替レートは経済ファンダメンタルズを反映すべきであると述べるとともに、レートが不適切であればある時点で介入による調節が必要となる場合もありえるとの見解を示し、さらに「輸出面での競争力を強化する目的で政策決定当局者が通貨レートに干渉するのは不適切だ」と述べた。これは、財務省として少なくとも当面は円安介入誘導を否定したものと思われる。

《 Hayami's remarks 》

一方、速水日銀総裁の7日の内外情勢調査会での講演は、現在の日銀の金融政策に関して包括的な立場を明らかにしたもので、その中身は今後の日銀の金融政策を占う上で極めて重要なものである。総裁は、講演の前半で景気判断の誤りに関して弁明したあと、中段の「(2) 今後の金融政策運営」からは今後の日銀の政策に関して極めて詳細に述べてい

る。引用すると以下の通りである。

第3に、改めて強調したいことは、この10年間、金融政策や財政政策をフルに投入しても、なお経済の回復が確実なものとならない理由を同時に直視すべきである、ということことです。

この点を説明するため、ここで、3つの数字を申し上げます。この5年間の平均で、マネタリーベースの伸びは7.3%、マネーサプライの伸びは3.3%、名目GDPの成長率は0.4%でした。70年代から80年代にかけては、これら3者の伸びは比較的近いレベルでしたが、ただいま申し上げた3つの数字の間には大きな隔たりがあることがお分かり頂けると思います。<P>

まず、マネタリーベースとマネーサプライの関係です。マネタリーベースとは「現金」と「金融機関が日銀に預けている当座預金」の合計です。金融論の教科書では、日本銀行がマネタリーベースを供給すると、それをもとに金融機関が信用創造を行い、マネタリーベースの数倍のマネーサプライが産み出されるとされています。しばしば、金融政策を巡る議論においても、マネタリーベースが足りないということが問題にされています。しかし、今申し述べたように、実は、日本のマネタリーベースは、かなり高いペースで伸び続けています。それにもかかわらず、マネーサプライの伸びが一向に高まらない状態が続いているわけです。実際、経済にマネーサプライを供給する主なルートは民間金融機関の信用創造機能ですが、その中核をなす銀行貸出は、同じ最近の5年間で年率-1.4%のペースで減少しています。その代わり、銀行は国債保有を年率15.7%という高い伸びで増やしており、いわば国債発行とそれによってファイナンスされた財政というパイプを介して、資金が循環するルートが大きくなっていると言えます。

一方、いくら低い伸びとはいえ、マネーサプライが年間3.3%、金額にして毎年20兆円ほども増加していることも事実です。それにもかかわらず、名目成長率がほとんどゼロにとどまっているわけです。以上の事実は、マネタリーベースの供給量のわりには、経済活動が活発化しにくくなっているという状況を表わしています。<P>

結局、これらの数字は、金融システム問題の解決や、それと裏腹の関係にある企業経営の立て直しといった、日本経済の構造的課題の重要性を浮き彫りにしているように思われます。また、そうした問題を解決することが、金融政策の効果を引き出すためにも、重要な前提となります。

日本における金融政策の有効性の著しい低下に触れているが、さらに総裁は「4. おわりに」で「日本経済の構造的な問題」について日本の政府、企業、個人に対して「具体的提言」を行っている。これは、筆者が中央公論の3月号で「日銀がすべきこと」として挙げた行動であり、評価できる。その提言の順序も賛同できるものである。

第1に、経済成長の源泉はイノベーションを通じた民間部門の活力にあるということです。公的部門に過度に依存することなく、民間セクターの創意と工夫によってはじめて経済の潜在的な力が最大限に発揮されます。

第2に、民間の活力は市場メカニズムをフルに活用することで引き出されるということです。すなわち、民間部門が生産性を高めるためには、成長性、効率性、採算性の高い部門や企業と、そうでない部門や企業の間で、資本や労働といった生産要素を再配分・再配置することが必要ですが、こうしたプロセスは市場メカニズムによって最も効率的に実現されます。

第3に、こうした改革は、どうしてもある程度の「痛み」を伴うものとならざるを得ない、ということです。構造改革を進めるプロセスにおいては、企業の淘汰や事業の再構築の動きなど、一時的にせよ、経済に対してマイナスの影響が生じる可能性があります。その際、重要なことは、いったん構造改革の波に洗われた企業や労働者に対しては、自らの競争力を発揮できる分野へ再度挑戦する機会を用意する、ということです。

総裁は、日本経済の再生にまず「民間部門の活力」を挙げている。最近の日本における経済論議を見ていると、結局経済の活力と雇用は企業から生まれてくることを忘れて金利だ、財政だと騒いでいるような印象を強く持つが、速水総裁は「経済の活力の源泉は民間にある」という点を改めて強調したわけである。

次にそのための「市場メカニズムのフル活用」を擁護して「成長性、効率性、採算性の高い部門や企業と、そうでない部門や企業の間で、資本や労働といった生産要素を再配分・再配置」を推奨している。これは、「企業の淘汰や事業の再構築」の促進を政府や経済界に促したもので、金融政策の有効性取り戻しのためにはこうした環境整備が必要であると指摘したものだ。こうした日銀の管轄外の問題に関して日銀総裁が具体的に触れることは今まであまりなかった。最後に総裁は、「やり直しの出来るシステム作り」の必要性を指摘している。

その上で、速水総裁は日本の構造改革においては二点が重要であると指摘した。「銀行の不良債権問題の処理」と「個人金融資産の株式市場、債券市場への誘導」である。

構造改革として具体的に何が重要であるかという点については、様々な意見がありますが、本日は、私が常日頃から考えている2つのポイントを申し上げたいと思います。

第1のポイントは、銀行の不良債権問題の解決です。私が3年前総裁に就任して以来、グリーンSPAN議長など米国の有識者の方々から、「銀行の不良債権問題の解決に関し、米国のS & L問題や銀行危機から得た教訓は、不良債権をバランスシートから完全に切離すことだ」との助言を頂きました。それ以来、私としても「不良債権を銀行のバランスシートに載せたまま引当金を積んだだけでは問題は解決しない。不良債権をバランスシートから完全に切離すことがどうしても必要だ」と機会ある毎に述べてきた経緯があ

ります。わが国の銀行の不良債権額は、ここ数年 30 兆円程度で推移し、ほとんど減少していない事実は真に残念と言わざるをえません。こうした状況を勘案しますと、柳沢大臣の「直接償却を推進すべき」とのご見解は、私どもの考え方と一致するものであると同時に時宜を得たものと考えます。

また、直接償却の推進は構造改革を進めていく一助となるものと考えられます。

現在、直接償却を推進するための諸施策としては、例えば、第 1 に、会社分割により不良債権を別会社に移し償却する、第 2 に、貸出債権売買市場の改善などが考えられますが、何らかの具体策が早急に打出され実行に移されることを期待しています。同時に銀行経営者の方々が、思い切って償却に踏み切ることも大いに期待しているところです。なお、「不良債権の予備軍」である「要注意債権」についても、十分に引当を講じておくことが極めて重要です。

もちろん、償却の推進は一方で不良債権問題の解決に向け大きな前進となるものの、他方では企業の淘汰が進み雇用面への影響も懸念されます。日本銀行としては、そうした「痛み」が経済に大きなマイナスのインパクトをもたらすことのないよう、金融政策面からできる限り貢献を果していく積もりです。

第 2 のポイントは、銀行の不良債権問題の解決や構造改革を推進していくためには、現在 1,380 兆円にも達している個人の金融資産の 54%が現金や預金という状況から、これら資金を株式市場や債券市場へ流入させることがどうしても必要だということです。こうした間接金融から直接金融への移行を近年うまく行い、リスク・キャピタルの増大に成功した事例としてはドイツが挙げられますので、簡単に紹介します。

ドイツでは、90 年代前半から 98 年までの間に 3 回に亘り金融・資本市場振興法を成立させ、株式市場や投資信託の改革を進めました。具体的には、株式の最低額面金額の大幅引き下げ、ファンド・オブ・ファンズ¹の自由化、投資信託の商品性改善、高齢者ファンドの育成などです。この結果、家計部門の金融資産に占める現預金の比率は 1991 年から 99 年の間で、日本では 50.8%から 54.0%まで上昇したのに対し、独では 45.8%から 35.2%へと減少、また同期間における株式・投資信託の比率は日本では 10.9%から 10.4%へと減少しているのに対し、独では 14.6%から 27.3%へと急上昇するなど、劇的な変化が生じています。

日本においても、投資信託あるいはミューチュアルファンドなどの増加が期待されるわけですが、そのためには、投資信託の商品性改善が急務であり、特に家計が安心して投資できる、家計の様々なニーズに合致し、しかもバラエティに富んだ投資信託が多数設定されることが望まれます。

さらにリスク・キャピタルを通じた資金の流れを太くする方策としては、投資組合の設立が考えられます。長銀を購入し新生銀行を設立したリップルウッド、東京相和銀行を購入したローンスターなどはいずれもプライベート・エクイティ・ファンドと称する投資組合であり、その出資者は投資信託、個人年金の運用主体である年金基金、大学財

団などであります。日本でもこうしたファンドが多数設立されることをバックアップする施策が講じられることが必要でありましょう。

このように、現在、現金や預金に偏っている個人金融資産が様々なパイプを通じて金融・資本市場に流入することにより、不良債権問題の早期解決を含めた金融システムの安定性が確保され、同時に構造改革がさらに進むことを期待するものであります。

と講演を結んでいる。銀行の「要注意債権」に対する引き上げ増強、また直接償却の推進を訴えたことが特徴的であり、具体的に「柳沢金融再生大臣」の名前も挙げている。ただし先週も指摘したように、森内閣がどこまで続くのか不明で、同様に柳沢大臣の去就も不明。よって、今の段階での日銀の提言は暖簾に腕押し状況。日本にとっては、こうした状況が一刻も早く解消されることが望ましい。

この速水講演の受け止め方は、新聞各紙によってかなり違った。一番素早くその重要性に気づいて適切な解説まで付けたのは朝日で、日経は翌日の朝刊に解説を載せていた。

筆者は、7日のこの速水講演はある意味で私が言うところの『不必要な過去の「日銀の則』』を思い切って越えた正統かつ、妥当な発言だと評価したい。

《 a full of political events 》

今週の主な予定は以下の通りです。

| | |
|----------|--|
| 3月12日(月) | ナスダック市場で株価のセント表示開始 |
| 3月13日(火) | 自民党大会 米2月小売売上 |
| 3月14日(水) | 米1月企業在庫 |
| 3月15日(木) | 1月鉱工業生産確定値 米2月輸出入物価 米10-12月経常収支 米3月フェラデルフィア連銀指数 ECB理事会 |
| 3月16日(金) | 米2月生産者物価・住宅着工 米2月鉱工業生産・設備稼働率 OPEC総会 米3月ミシガン大学消費者信頼感指数 |

この週末には多くの政治家が日曜日午前中の一連のテレビ番組に出演していました。その中でも亀井自民党総務会長の露出が一番多かったように思います。その亀井さんはテレビ東京の番組で日銀の金融政策について、「いまの経済状況ではゼロ金利政策までいかないといけない」と述べ、日銀が昨年夏に解除した翌日物金利の誘導水準をゼロ%とする政

策への復帰を求めた。

この亀井発言がなくても、日銀は来週にかけて次なる金融政策上の措置を検討することになる。来週は FOMC も予想されており、日米の金融当局の政策対応に注目が集まる。

《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》