

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1833号 2006年07月03日(月)

## 《 tankan for JUNE 》

月曜朝8時50分に発表された日銀短観は、事前の予想を上回る日本の景気の基調の強さを示しました。特徴的なのは、大企業を中心に強まっていた景況感の良さが、中堅や中小にまで幅広く見られるようになったこと。特に設備投資意欲の強さなどが確認できる。

この結果、日本の景気の先行きに対する懸念は後退し、今後は日銀の金融政策がいつ「ゼロ金利解除」に動くかが大きな関心事項になろう。日銀は7月中旬にもゼロ金利解除を討議することになると考えられる。速報ベースで日銀短観の概要は以下の通りである。

[業況判断DI]

(「良い」 - 「悪い」・%ポイント、( )内は前回調査時予測)

|          | 2006/3月 | 2006/6月 | 3 6月 | 2006/9月 | 6 9月 |
|----------|---------|---------|------|---------|------|
|          |         |         | 変化幅  | まで(予)   | 変化幅  |
| < 大企業 >  |         |         |      |         |      |
|          |         | ( 22)   |      |         |      |
| 製造業      | 20      | 21      | + 1  | 22      | + 1  |
|          |         | ( 19)   |      |         |      |
| 非製造業     | 18      | 20      | + 2  | 21      | + 1  |
| < 中堅企業 > |         |         |      |         |      |
|          |         | ( 12)   |      |         |      |
| 製造業      | 12      | 13      | + 1  | 13      | 0    |
|          |         | ( 5)    |      |         |      |
| 非製造業     | 3       | 4       | + 1  | 6       | + 2  |
| < 中小企業 > |         |         |      |         |      |
|          |         | ( 9)    |      |         |      |
| 製造業      | 7       | 7       | 0    | 7       | 0    |
|          |         | (- 8)   |      |         |      |

|      |     |     |     |     |     |
|------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 非製造業 | - 9 | - 6 | + 3 | - 9 | - 3 |
|------|-----|-----|-----|-----|-----|

< 全規模合計 >

|     |   |      |     |   |   |
|-----|---|------|-----|---|---|
|     |   | ( 6) |     |   |   |
| 全産業 | 5 | 6    | + 1 | 6 | 0 |

[ 設備投資額 ( 含む土地投資額 ) ( 注 ) ] ( 前年度比 ・ % )

|  |                |                |  |  |
|--|----------------|----------------|--|--|
|  | 2005 年度 ( 修正率) | 2006 年度 ( 修正率) |  |  |
|  |                | ( 計画 )         |  |  |

< 大企業 >

|      |      |       |      |       |
|------|------|-------|------|-------|
| 製造業  | 13.9 | - 2.6 | 16.4 | + 8.2 |
| 非製造業 | 3.8  | - 2.9 | 8.9  | + 4.1 |
| 全産業  | 7.2  | - 2.8 | 11.6 | + 5.6 |

< 中堅企業 >

|      |      |       |       |       |
|------|------|-------|-------|-------|
| 製造業  | 21.0 | + 0.8 | - 1.6 | + 7.1 |
| 非製造業 | 10.9 | - 0.5 | 6.2   | + 4.3 |
| 全産業  | 13.9 | - 0.1 | 3.7   | + 5.1 |

< 中小企業 >

|      |      |       |       |       |
|------|------|-------|-------|-------|
| 製造業  | 8.0  | + 0.4 | - 1.3 | +16.3 |
| 非製造業 | 11.7 | + 2.6 | -14.6 | + 5.1 |
| 全産業  | 10.7 | + 2.0 | -11.0 | + 8.2 |

< 全規模合計 >

|      |      |       |      |       |
|------|------|-------|------|-------|
| 製造業  | 14.0 | - 1.7 | 11.0 | + 9.0 |
| 非製造業 | 6.5  | - 1.4 | 3.8  | + 4.3 |
| 全産業  | 8.9  | - 1.5 | 6.2  | + 5.9 |

( 注 ) ソフトウェア投資額は含まない。

[ ソフトウェアを含む設備投資額 ( 除く土地投資額 ) ] ( 前年度比 ・ % )

|  |                |                |  |  |
|--|----------------|----------------|--|--|
|  | 2005 年度 ( 修正率) | 2006 年度 ( 修正率) |  |  |
|--|----------------|----------------|--|--|

(計画)

< 大企業 >

|      |      |       |      |       |
|------|------|-------|------|-------|
| 製造業  | 13.3 | - 3.0 | 16.7 | + 7.5 |
| 非製造業 | 3.5  | - 4.1 | 9.8  | + 2.7 |
| 全産業  | 6.8  | - 3.7 | 12.2 | + 4.4 |

< 中堅企業 >

|      |      |       |     |       |
|------|------|-------|-----|-------|
| 製造業  | 15.0 | + 0.7 | 5.5 | + 6.5 |
| 非製造業 | 12.6 | + 0.3 | 2.6 | + 0.7 |
| 全産業  | 13.3 | + 0.4 | 3.5 | + 2.4 |

< 中小企業 >

|      |      |       |       |       |
|------|------|-------|-------|-------|
| 製造業  | 5.0  | - 0.6 | 3.9   | +14.0 |
| 非製造業 | 16.0 | + 1.6 | -11.1 | + 3.7 |
| 全産業  | 12.8 | + 1.0 | - 7.1 | + 6.6 |

< 全規模合計 >

|      |      |       |      |       |
|------|------|-------|------|-------|
| 製造業  | 12.4 | - 2.1 | 13.3 | + 8.1 |
| 非製造業 | 7.1  | - 2.4 | 4.8  | + 2.5 |
| 全産業  | 8.8  | - 2.3 | 7.6  | + 4.4 |

[ 生産・営業用設備判断D I (製造業) ] (「過剰」 - 「不足」・%ポイント)

|       | 2006/3月 | 2006/6月 | 3 6月 | 2006/9月 | 6 9月 |
|-------|---------|---------|------|---------|------|
|       |         |         | 変化幅  | まで(予)   | 変化幅  |
| 大企業   | - 1     | - 1     | 0    | 0       | + 1  |
| 中堅企業  | 1       | - 1     | - 2  | - 1     | 0    |
| 中小企業  | 0       | 1       | + 1  | - 3     | - 4  |
| 全規模合計 | 0       | 0       | 0    | - 2     | - 2  |

## 《 next market topics is Japanese rate decision 》

一方、アメリカでの先週木曜日のFOMCから週末にかけての為替相場の動きは、「こうしたことを考慮すれば、円が例えばFRBの利上げ発表がある金曜日に利食いの動きで高値から反落すると言った動きは十分に予想されるものの、基調は強い動きが予想され . . . . .」と先週書いた通りの展開だったと思っています。後半の「基調は強い動きが予想され . . . . .」と書いた部分については、今週から来週にかけて立証されるかどうか。

モメンタム的には、今週はやや円が強含む可能性のある週と言える。というのは、FOMCが終わって次のFOMCが8月8日と先になった一方で、「日銀は13、14日の金融政策決定会合にはゼロ金利解除を提議する」との報道があるため。これは7月の話です。例えば日銀が利上げしたとしても、日米間の実質的な金利差は非常に大きいままで、**「日米の金利差縮小 円高」**という市場のステレオタイプ的な連想は強いし、それが分かっているから利食いの動き（対円でも、対他通貨でも円買いの形で）がやや広がる可能性がある。

しかし円高がどのくらい進むかについては、私はそれほど大きくはないと思う。絶対的な金利差は大きいし、円を持続的に買い進む理由は希薄なためだ。まず、日本銀行の総裁の去就が今週は一段と大きな問題となりうる。例えば先週末の産経新聞には以下のような観測記事が掲載されていた。やや長いが引用する。

### 『ゼロ金利解除後辞任？ 福井総裁職責全うし決断 市場憶測』

福井俊彦・日銀総裁の村上ファンドへの1000万円抛出问题で、7月の金融政策決定会合でのゼロ金利政策解除を前提にした「辞任シナリオ」が市場の一部で取りざたされ始めた。世論の怒りの増幅に、市場も「政策判断がゆがめられかねない」といういらだちを強めているからだ。次回会合で念願の金利正常化を達成できれば、総裁の「職責を全う」したことになるという連想も働いているようだ。

村上ファンド問題は日銀の中立性、公正性への信頼を大きく傷つけただけでなく、福井総裁とオリックスの宮内義彦会長との接点、さらにはオリックスが村上ファンドに果たした役割にまで国民の疑問が広がっている。

「日銀不信の負の連鎖」（日銀幹部）が拡大する中、福井総裁が「職責を全うしたい」と辞任を拒んでいるのは、「その意に反して解任されることがない」という日銀法の定めに加えて、小泉純一郎首相ら「政権中枢の支持」が後ろ盾にあるからにほかならない。

福井氏辞任に否定的な声が多い市場関係者にも「国民の不信は日銀の政策運営にも致命的」（民間エコノミスト）との厳しい認識が広がりつつある。市場は「7、8月のゼロ金利解除を含めた年2回の利上げ」を織り込み済みで、抛出问题によって日銀が利上げのタイミングを失うことを極度に恐れている。』

客観情勢から判断すれば、野党が「辞任要求」で統一歩調を決めるなど、福井総裁に対する辞任圧力は強まっている。しかし、福井さんは金融政策の舵取りが一番難しい時期での匙の投げだしはしないだろう。「職責を全うする」という言葉を任期一杯と理解する必要はなく、その点ではこの産経新聞の記事には比較的高い可能性があると考えられる。中央銀行の総裁には、何事に付け首尾一貫した姿勢、発言が必要である。市場関係者の中では「辞任論」はまだ少ないが、今回の問題は「政治問題」となっており、必ずしも「市場関係者の論理」だけではすまないと考えるのが自然である。

では、13、14日で利上げが建議された場合、決定はどうなるだろうか。筆者は最近のガソリン価格の大幅上昇などを考えると、ゼロ金利解除の可能性は高まっていると考える。一方で景気は底堅い。私の個人的な判断では「(解除は)何も急ぐ必要はない」というものだが、今の日銀が置かれている状況、福井さんが置かれている状況を考えれば、彼等が7月中旬に「ゼロ金利解除」を決意する可能性は今までよりは高まっていると考える。

### 《 Fed might raise its rate on Aug.8 》

先週のFOMCの決定は、予想通りでした。17回連続の0.25%引き上げ。この利上げ発表があった日のニューヨークの株価がダウで200ドル以上上げたことから、「これで利上げ打ち止め観測が強まったので、それを株式市場が好感した」といった見方がなされた。しかし筆者はFOMCの声明文を素直に読めば、とてもこの観測にはくみできない。8月8日の利上げの可能性はまだ5割以上残っていると考える。

ダウが大幅に上げたのは、その前一ヶ月ほどのニューヨークの株価の低迷があったからである。つまり、不安材料が過ぎ去ったことでいずれにせよ上げの日だったと考える。それを捉えて、「打ち止め観測が強まった」と言わざるを得ない状況があったと考える。実際のところ金曜日のニューヨークの株価は木曜日の解釈が行き過ぎと判断したのか、40ドルほどダウは反落している。

なぜ筆者が「次の8月8日のFOMCでも利上げはありえる」と読むのか。声明文は、市場が注目したアメリカ経済の減速に関して、三つの要因を挙げている。「a gradual cooling of the housing market and the lagged effects of increases in interest rates and energy prices」だ。前回の声明が、「is likely to」となっていた部分が現実には起きていることとしたことなど、景気減速に関してのFOMCの確信は強まっていると言える。

しかし一方でインフレ率に関して、「Readings on core inflation have been elevated in recent months」とも「the Committee judges that some inflation risks remain」とも言っている。つまり、インフレ警戒感は弱まっていない。全文は以下の通りである。

『The Federal Open Market Committee decided today to raise its target for the federal funds rate by 25 basis points to 5-1/4 percent.

Recent indicators suggest that economic growth is moderating from its quite strong

pace earlier this year, partly reflecting a gradual cooling of the housing market and the lagged effects of increases in interest rates and energy prices.

Readings on core inflation have been elevated in recent months. Ongoing productivity gains have held down the rise in unit labor costs, and inflation expectations remain contained. However, the high levels of resource utilization and of the prices of energy and other commodities have the potential to sustain inflation pressures.

Although the moderation in the growth of aggregate demand should help to limit inflation pressures over time, the Committee judges that some inflation risks remain. The extent and timing of any additional firming that may be needed to address these risks will depend on the evolution of the outlook for both inflation and economic growth, as implied by incoming information. In any event, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to support the attainment of its objectives. (以下略)』

私は就任直後の FED の議長というのは、金融政策は間違っただとしても「引き締めすぎ」の方への間違いを選択すると見ている。声明が「risks」というインフレ懸念を指摘している以上、よほど景気減速懸念が強まらなければ FED はインフレをつぶしに来ると思う。日本では自国の経験からアメリカ経済の減速を過大に見る傾向がある。しかし、人口が増えているアメリカ経済は日本人の見方を超えて強いケースが多い。だから筆者は、依然として8月も利上げする可能性は6割以上ある、と今の段階では読んでいる。

むろん、利上げが進めば進むほど「(利上げ)打ち止め」の可能性が強まることは確かだ。恐らく、次回以降の FOMC の決定は「統計次第」という状況が強まるだろう。1%の歴史的にも例のない低い水準からスタートした今回の利上げ局面は、今そこに4.25%が上乘せされた状態にある。「かなり来た」ことだけは確かで、今回の上げ局面での一連の上げはいつ「休止」に入ってもおかしくない状況にはある。しかし、今の時点で8月8日はもうない、と判断する理由はない。

今週の主な予定は以下の通り。

7月3日(月)

5月日銀短観

5月新車販売台数

米5月建設支出

米6月ISM製造業景況指数

米6月国内自動車販売

米債券市場短縮取引(独立記念日の前日)

7月4日(火)

米株式市場休場(独立記念日)

|         |   |
|---------|---|
| 7月5日(水) | 米5月製造業受注<br>英中銀金融政策委員会(～6日)                     |
| 7月6日(木) | 5月景気動向指数<br>日銀支店長会議<br>米6月ISM非製造業景況指数<br>ECB理事会 |
| 7月7日(金) | 米6月雇用統計   |

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。2日間で驚いたことと言えば、デパートの混雑ぶりですかね。新宿の伊勢丹だったのですが、凄い人出。なんだろうと思ったら、正月とその半年後の7月の頭には特別なセールをやるそうで、その影響だとか。そういえば、ルミネも凄い人出で、おまけに人が集まるから車も多くて、特に新宿の周りなど渋滞だらけでした。

床屋さんとかタクシーの運転手と話をするのが好きな私は、日曜日はまたしても床屋談義。面白かったな。近くの小学校の話になって、高円寺のその学校の新入生が全部で16人だったという。「離島じゃないんだから……」という感じですか。そのうち、男の子は5人だけだったと。ある町内会が一年生に記念品をやることにしているのですが、「今年はこちらの地域では二人しかいないんですよ……」と町内会の役員が床屋さんにはばやいたと。

インドに行ったら山ほどいた子供が日本にはあまりいない。まあ去年から団塊ジュニアの結婚数は増え、よって子供の数も久しぶりに増えそうと言う話もありますが、ちょっと長期的には日本の年間子供誕生数が100万を割りそうで怖いところです。

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(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。》*