

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2157号

2013年04月08日(月曜日)

《 regime change 》

日銀の黒田東彦新体制が最初の政策決定会合で打ち出した金融政策の新機軸は、端的に表現するなら「逡巡を払拭した決意溢れる“超”緩和策」と呼べるものであり、すべての市場参加者に「ゲームプラス」の大幅な書き換えを余儀なくしたと言える。無論その一途さに関しても、目標達成の確度に対しても疑念がないわけではない。ジョージ・ソロスの批判もある。しかし予見できる将来において株式市場と債券市場に対して“実弾”をタププリ装填した“異次元”の今回政策は、「クロダには逆らえぬ」（日経ヴェリタスの一面トップ記事の見出し）という雰囲気をマーケットに醸成しつつある。

改めてその中味 (http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf) に簡単に触れるなら、今回の日銀の決定は大きく言って二つの中味から出来上がっていると言える。それは『「量的・質的金融緩和」の導入』と『「量的・質的金融緩和」に伴う対応』である。では「量的・質的金融緩和」とは何か。

1. 消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現する
2. このためマネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う

というものであり、その為に

「マネタリーベース・コントロールの採用(全員一致)」

「長期国債買入れの拡大と年限長期化(全員一致)」

「ETF、J-REITの買入れの拡大(全員一致)」

を行う。「全員一致」と書いてあるのは、総裁、副総裁2という新しい日銀の最高執行部だけでなく、従来から残った日銀審議委員(総裁、副総裁も投票権者としては1)の全員が賛成したということである。それぞれについて説明すると、「マネタリーベース・コントロールの採用」とは「量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を無担保

コールレート(オーバーナイト物)からマネタリーベースに変更」し、金融市場調節方針は「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」というもの。

「長期国債買入れの拡大と年限長期化」とは「イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行い、その中味は「長期国債の買入れ対象を、40年債を含む全ゾーンの国債」とし、「買入れの平均残存期間を現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する」というものだ。これは長期債金利を大幅に引き下げるという“質的”効果を狙った措置と言える。

また「ETF、J-REITの買入れの拡大」は、「ETFおよびJ-REITの保有残高がそれぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」というもので、「資産価格のプレミアムに働きかける」ことを狙いとしている。そして日銀はそれに伴う措置として「資産買入等の基金の廃止」「銀行券ルールの一部適用停止」「市場参加者との対話の強化」を具体的に挙げた。

《 no objection ? 》

「クロダ日銀」が打ち出した新機軸のうちのいくつかは、可能性として検討はされていたものの、前任の白川総裁自身、そして従来からの審議委員の中では「強い逡巡」が見られた措置も含まれる。なかには3月の最後の日銀金融政策決定会合では「賛成1、反対8」で否決されていたものもあった。それが「全員一致の賛成」に変わったのだから、「逡巡の払拭」「豹変」にまずマーケットは驚愕(ある意味“懸念”でもある)した。と同時に、措置の規模(日銀が市場から買い入れる資産の)は市場関係者の度肝を抜いた。それ故の先週後半の市場の熱狂だったと言える。

例えば日銀の声明にある「長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」を考えると、日本財政赤字補填のための新規国債発行額はせいぜい40兆円を超えたくらいというのが現状だ。だから50兆円がいかにか「べらぼうな金額提示」であるかは明らかである。また「ETFおよびJ-REITの保有残高がそれぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う」ということは、「ETFには2年間で2兆円におよぶ日銀の買いが入る」ということだ。これも「べらぼうな数字」ということができる。J-REITへの日銀の買いは、REITが対象としているようなビルの所在地の地価を押し上げる効果が予想される。

これだけの債券市場、株・不動産市場関連金融商品への「日銀の買い」が約束されている中で、短期的な調整以外に「クロダ日銀に逆らう投資ポリシー」を打ち出すことはなかなか難しい。先週の市場は、特に債券市場では指標債券の利回りが史上最低(0.3%台)を付けたたり、その後は大幅に売られて0.6%台になるなど大荒れとなった。しかし「約束された買い」がある中で、少し長い期間を考えると、特に株式市場でショートポジションを

張り続けるのはなかなか難しいと予想される。市場のムードはやはり「クロダには逆らえぬ」だろう。今週の市場はまずこの点を確認するものになるかも知れない。

記者会見（ http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1304a.pdf）での黒田新総裁の発言にある「戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策を全て講じた」という発言に関しては、「ではもう新たな措置は出ないのか」という見方も出来る。「市場には常に何か次の手があると期待させ続けるのが常套」という常識からすれば、「全部だし」はまずいスタンスとも言える。日銀の執行部は、「今後一年くらいは新しい措置はない」との想定のようなのだ。

しかし黒田新総裁本人は記者会見で「その時々状況を見て、必要があれば躊躇なく調整していきます」とも述べている。ここで言う“調整”には、日銀の資産買い入れペースの増額も含まれるだろうし、例えば今後大幅な増加が予想される「銀行の日銀への当座預金」に対する金利の引き下げ、またはマイナス金利制度の導入など新機軸も含まれるかも知れない。

重要な事は、先週金曜日の債券市場で見られたような市場の動揺、日銀の新政策に対する様々な“懐疑”が、今週どのような形で収斂するかということだ。この点を考える上では、先週の金曜日の外国為替相場の動きが一つ参考になる。注目したのは、「米雇用統計の予想外の弱さにも関わらず、円相場が対ドルに対しても下落歩調を続けた」という点だ。これは日本の債券市場参加者よりも、海外の為替市場参加者の方がクロダ新政策のマーケット効果に確信を持っている証拠だと筆者は考える。なぜなら、米3月の非農業部門就業者数が予想を大幅に下回る中では、円相場の対ドル急騰があってもおかしくない状況だった。しかしドルの対円相場は97円台の後半に先週末のニューヨーク段階で大きく下げた。

この原稿執筆時点で見ると、今週の円相場は各国通貨に対して一段安で始まっている。ドル・円相場は98円台に乗っているし、ユーロ・円は127円台の半ばであり、豪ドル・円は101円台の半ばから後半である。円相場の安値トライが続いている、ということだ。全体に円安を好感した日本の株式相場の上値トライは続くだろう。ドル・円に関しては、「1ドル=100円」も見えてきていると言える。

ただし、先週末の市場で大荒れになったことでも示されたが、「前年比上昇率2%の物価安定の目標」の持つ債券市場へのインプリケーションは複雑である。債券相場の落とし処には市場も迷うはずだ。それは「膨大な額の買い手」としての日銀の存在を考えても、物価の上昇そのものは債券相場にとっては弱材料だからだ。

《 Lagarde welcomed BOJ policy 》

日銀の新政策に対して海外の当局者の反応はまだそれほど出てきてはいないが、この週末で筆者が気付いた中では国際通貨基金（IMF）のラガルド専務理事のそれが興味深かった。同専務理事は7日夜に中国海南省で開かれた「博鳌アジアフォーラム」第12回年次総会で、日銀が決定した金融緩和策を「歓迎する」と述べた、とされる。今朝の日経新聞が報

じている。「成長回復に向けた取り組み」として前向きに評価したという。ラガルド氏は日本に先立って欧米が行った金融緩和が「先進国、ひいては世界の成長を支えてきた」と理解を示す一方で、先進国は持続可能な成長を目指すため、財政の健全化に取り組む必要があるとの認識を示した、とされる。

この見方の中で重要なのは、「日本に先立って欧米が行った金融緩和が、先進国ひいては世界の成長を支えてきた」と述べている点だ。つまり日銀の「異次元の緩和」（黒田さんの表現）も、大きな流れとしては日本に先立って欧米が行った金融緩和の「継続」と彼女は見なしている、ということだ。緩和が過ぎて従来の欧米の流れを日銀が乱しそうだ、という見方をしていない。これは韓国や中国からの批判は別にして、ヨーロッパやアメリカからは日銀の新政策に対して“賛意”が表明される可能性が高いことを意味している。これはマーケット関係者にとっても重要な事だ。

最後に先週金曜日に発表された米雇用統計に触れておきたい。マーケットが見込んでいた非農業部門の就業者数は「20万人の増加」でした。しかし、実際に発表された増加数は8万8000人だけ。金曜日のニューヨーク株式市場の株は最初大幅に下げ、ダウの午前中の下げは100ドルを超えた。しかしその後安値からは反発して、引値は40ドル安程度。

統計の中味はあまり良くない。家計調査の失業率は同月に2月の7.7%から7.6%に低下して改善したように見えるが、これは職を求める人の減少を反映したものだ。英紙FTには「the share of Americans in the labour force dropped to its lowest level since 1979」とあった。つまり、そもそも労働市場にいるアメリカ人の全体の中での割合が1979年以来の低水準になったため、7.6%への失業率低下は喜べない。この統計を受けて、「年率3.5%程度の高い成長率をアメリカ経済が維持するのは無理」という観測も出たし、「米経済の成長力は、思った以上に弱い」という見方も出ていた。それでも金曜日のドル・円相場はドル上昇となった。

暗いニュースばかりではない。例えば今年1月の非農業部門就業者数は前回発表の11万9000人から14万8000人に、2月のそれは当初発表の23万6000人から26万8000人に上方改訂されている。ということは、この二つの改訂だけで「実は6万人以上の職が生まれていました」ということになる。今回の3月の雇用統計以前の統計をベースに見ると、それまで4ヶ月の米経済の月ごとの雇用創出ペースは20万5000人とウォール・ストリート・ジャーナルに書いてあり、これはまずまずのペースと言える。「米雇用統計の数字は、単月ではあまり騒ぐべきでない」という指摘も毎度出てくる話だ。

今週の主な予定は以下の通り。

04月08日(月曜日)

2月貿易収支

3月景気ウォッチャー調査

0 4月09日（火曜日）	日銀金融政策決定会合議事要旨(3月6・7日) (米) 2月卸売在庫
0 4月10日（水曜日）	(米) FOMC 議事録(3月19・20日分) (米) 3月月次財政収支
0 4月11日（木曜日）	3月マネーストック M2+CD 2月機械受注 4/6までの対外及び対内証券売買契約等 (米) 4/6までの週の新規失業保険申請件数 (米) 3月輸入物価指数
0 4月12日（金曜日）	(米) 3月生産者物価指数 (米) 3月小売売上高 (米) 4月ミシガン大消費者信頼感指数 (米) 2月企業在庫

なお日銀は「今週から新しい国債買い取りの手法を導入し、金融市場への大量の資金供給を始める」と日経が報じている。それは長期国債の購入額を月間7兆円強と従来の2倍に積み増すことで、第1弾は償還までの残存期間が5年超の国債を計1.2兆円買うものになるという。こうした「日銀の購入」はある意味「投資対象の市場からの喪失」を意味する。その意味で、日銀も言う「市場参加者との対話の強化」は新体制の日銀にとっての重要な成功要因になると思われる。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。全国的に風・雨が強い週末でした。いろいろなところで交通寸断が起きていた。新幹線の停電などあまり経験しない事象も起きたし、風の影響かどうか知りませんが、私が実際に経験した中では四谷三丁目の新宿通りで、新宿方面行きの3車線が日曜日の午後の一時期全部通行止めになって、四谷方面行きの3車線の1車線が新宿方面行きに開放されていたのが印象的でした。

ところで今週から暫くは北朝鮮の動きにも関心が集まるかも知れない。この30歳の経験が浅い三代目が指導者を務める国は、中ロの在平壤大使館の館員に対しても、「本国帰還」を推奨するなど不穏な言動を続けているのですが、就任一周年（11日）や金日成の誕生日（15日）などがあって、韓国政府などは「(今週) ミサイル発射の兆候あり」と見ているようです。

中国海南省で開かれた「博鳌アジアフォーラム」におけるラガルド専務理事の発言を先に引用しましたが、この同じフォーラムで中国の習近平主席・共産党総書記は「no country should be allowed to threaten world peace」と述べて、間接的ではあるが北朝鮮の取っている行動に関して警告を与えている。外相の王毅はもっと強い言葉で警告しているが、権

力基盤の確立が「何にも増してまず最初」と考えている今の金正恩体制は国内向けに「危機の醸成」にのみ熱心だ。行動の予測が出来ない若い指導者だけに、何をしでかすか分からない不安感が残る。

ところで先週いつだったか忘れてましたが、「KITTE」に行ってみました。この人を食ったような名前の施設は、新築なった東京中央郵便局の下層階にある。東京駅の近くに用事があったので、ちょっと寄ってみたのです。まあ凄い人出。特にバルコニーは。男性は少なく、圧倒的に女性の方々。日本の女性は好奇心が旺盛です。あまり時間がなかったので6階で食事をして、あとはさっと見ただけですが、4階には旧郵便局長室もあって、面白い。

東京駅の丸の内口にはデパートはないのですが、丸ビル、新丸ビルに加えてこのKITTEで、一つのデパートくらいの床面積を誇るショップ・スペースが出来たようなものだと思います。三つとも新しいから綺麗。最近の路線価の調査でも、東京駅の丸の内サイドは明らかに地価が上がっている。東京の山野楽器の前と同じで、確か日本一だったと思った。丸の内中央通りと丸ビル、新丸ビルで大きな新しい商店街となって、それにKITTEが加わった感じ。

食事もしました。六階のアルカナ東京 KARATO で。最初に「野菜の遊園地」とか言う60種類以上の野菜を綺麗に並べた前菜が出てきて、「ここはいいな」と思いました。何やかやと東京駅は通過する人が多いのではないのでしょうか。是非どうぞ。あと地下に味噌元という店があって、この店は味噌汁だけ売っている。興味を持ちました。

それでは皆さんには良い一週間を。

《当「ニュース」は三井住友トラスト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、三井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のですが、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。》