

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1821号 2006年04月03日(月)

《Tankan for April》

日本銀行は3日朝、企業短期経済観測調査(短観)の最新版を発表した。今回の調査は2月27日から3月31日までを対象期間としており、3月9日に量的緩和解除が発表された後の回答が主。量的金融緩和後の最新の景況判断が示されるものとして注目された。主要な要旨は以下の通り。

[業況判断D I]

(「良い」 - 「悪い」・%ポイント、()内は前回調査時予測)

	2005/12月	2006/3月	12→3月 変化幅	2006/6月 まで(予)	3→6月 変化幅
< 大企業 >					
		(19)			
製造業	21	20	- 1	22	+ 2
		(17)			
非製造業	17	18	+ 1	19	+ 1
< 中堅企業 >					
		(6)			
製造業	9	12	+ 3	12	0
		(3)			
非製造業	1	3	+ 2	5	+ 2
< 中小企業 >					
		(6)			
製造業	7	7	0	9	+ 2
		(- 9)			
非製造業	- 7	- 9	- 2	- 8	+ 1

< 全規模合計 >

		(4)			
全産業	5	5	0	6	+ 1

上記の通り、一番注目される大企業製造業の「業況判断指数」(DI)がプラス20で、前回12月調査の時の21を「1」下回った。民間の調査機関の予想は平均するとプラス23だったから、これよりは低い水準である。もっとも、12月調査時点の2006年3月までの予想ではプラス19だったので、それに比べれば「1」の改善である。大企業非製造業のDIはプラス18でこれは12月時点のプラス17を「1」上回っている。大企業については、製造業、非製造業の両方で先行きは改善を見込んでいる。

注目されるのは、中堅企業で景況感の改善が目立つことである。製造業で「3」、非製造業で「2」の改善がみられる。また大中小の各グループで先行きはすべて小幅だが改善が期待されている。この数字を素直にとると、大企業の景況感には既にピークに達しているが、中から小に景況感の改善が波及しつつあるとも言える。必ずしも悪い数字とは思えない。大企業の製造業の景況感にピーク感があるのは、材料価格の上昇分を価格転嫁できていない一部業種の景況悪化が影響したと考えられる。それにしても、悪化幅は「1」で小幅だ。注目された設備投資の動きを見ると

[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)		(計画)	
< 大企業 >				
製造業	16.9	- 0.3	4.8	-
非製造業	7.0	- 0.1	1.6	-
全産業	10.3	- 0.2	2.7	-
< 中堅企業 >				
製造業	20.0	+ 3.0	- 7.4	-
非製造業	11.4	+ 4.2	1.3	-
全産業	14.0	+ 3.8	- 1.4	-
< 中小企業 >				
製造業	7.6	+ 2.3	-14.8	-
非製造業	8.9	+ 5.7	-16.6	-
全産業	8.6	+ 4.8	-16.1	-

< 全規模合計 >

製造業	16.0	+ 0.5	0.1	-
非製造業	8.1	+ 1.7	- 1.9	-
全産業	10.6	+ 1.3	- 1.3	-

となっているが、この時期の設備投資計画は2006年度分に関しては大企業を先頭に徐々に上方改訂されていくのが普通で、この時期としては悪くない。また雇用などにも引き締まりの傾向が見られる。

問題は、量的金融緩和解除決定以降において日本の金融政策の最大の焦点になっている「ゼロ金利解除」に今回の短観で示された景況感が影響するかである。大企業の製造業は予想を下回ったが、全体的な数字は悪くない。

一つのポイントは、今回の短観結果を受けて4月下旬公表予定の「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)がどのようなものになるのかである。小泉総裁は、「自分の任期中にデフレ脱却宣言を出したい」という意向を示して、「ゼロ金利解除は予想より早いのではないか」との観測を生んだ。しかし、日銀はデフレ脱却確認からゼロ金利解除に向けての一連の動きを、また政府とは別に緻密に行う必要性を痛感しているだろう。なぜなら、ゼロ金利解除の方が实体经济に与える影響は遙かに大きいからだ。筆者は、9月までのデフレ脱却宣言、そしてゼロ金利解除は難しく、今回の日銀短観をベースにしてもゼロ金利解除は今年第四・四半期になると考える。

なお内閣府は先週の28日、日本経済がデフレから脱却したかどうかを判断する「基準」を正式に発表した。その四つとは

「消費者物価」

「国内総生産(GDP)デフレーター」

「経済の需給ギャップ」

「賃金」

で、この四つの指標を軸に総合的に判断するとしている。

肝心の「デフレ脱却の定義」については「物価が持続的に下落する状況を脱し、再び戻る見込みがないこと」と定めた。この四つの指標のうち、GDPデフレーターと、企業が一定のモノを作るのに必要な賃金「単位労働コスト」は現時点ではマイナス。政府が「デフレ脱却」を宣言するには、両指標が上向きになった状況を確認することが必要になりそうだ。

《 more rate increases will come 》

ところで日銀の短観に先立って、先週火曜日には二日間に渡って行われていた米 FOMC の決定とそれにかかわる声明が発表された。FOMC はその発表の中で FF 金利の誘導目標をこれまでの 4.5% から 4.75% に引き上げた。これは 15 回連続の 0.25% 引き上げ。しかも発表後の公表された声明の中で次の 5 月 10 日の会合でも利上げを続け、米 FF 金利が 5.0% に到達する可能性を強く示唆した。

声明ではっきり示されたのは、今回初めて FOMC を主宰するバーナンキ新議長を初め、理事や地方連銀の総裁達の米経済に対する楽観的な景況感です。FOMC 後に発表された声明の第二パラグラフにそれが良く現れている。

「The slowing of the growth of real GDP in the fourth quarter of 2005 seems largely to have reflected temporary or special factors. Economic growth has rebounded strongly in the current quarter but appears likely to moderate to a more sustainable pace. As yet, the run-up in the prices of energy and other commodities appears to have had only a modest effect on core inflation, ongoing productivity gains have helped to hold the growth of unit labor costs in check, and inflation expectations remain contained. Still, possible increases in resource utilization, in combination with the elevated prices of energy and other commodities, have the potential to add to inflation pressures. 」

のっけから昨年最終四半期の実質 GDP の伸び率低下は、もっぱら「一時的特殊要因 (temporary or special factors)」を反映したもののようだ、という文章で始まる。まずは米経済に対する市場関係者の懸念を振り払っているのである。そしてその次の文章で使われている単語が、「strongly」なのだ。「今四半期の経済成長は力強く (strongly) 回復した」と述べる。この二つのセンテンスを見ただけで、FED 全体の米経済に対する強気モードは鮮明である。筆者はこの文章を読みながら、バーナンキが就任にかかわる議会証言で米景気の先行きに対して極めて強気の見方を披露していることを思い出した。その強気の見方を変えていないのである。

よって、インフレ見通しに対しては警戒的である。現時点でインフレが落ち着いている理由を述べながら、経済資源利用率の増大、つまり生産余力がなくなる可能性に触れながら、加えてエネルギーやその他商品相場の「一段の上昇」(elevated prices) がインフレ圧力を増す可能性に言及している。ちなみに、前回の FOMC 開催後の声明の景気とインフレに対する声明文は以下の通り。

「Although recent economic data have been uneven, the expansion in economic activity appears solid. Core inflation has stayed relatively low in recent months and longer-term inflation expectations remain contained. Nevertheless, possible

increases in resource utilization as well as elevated energy prices have the potential to add to inflation pressures.」

読んで分かるのは、景気に対する記述が前回より今回の方がはるかに多いということだ。前はわずかにワンセンテンス。「solid」という単語は、しっかりしている、堅調という意味だが、「strong」には語感が負ける。バーナンキ新議長は、グリーンズパンよりも米経済に総じて強気に見える。先週長々と取り上げたバーナンキの「Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy」もそういう印象が強かった。

《 very optimistic 》

景気に対して強気、そしてインフレに対して警戒的な事を述べた後で、FOMC 声明は以下のように続く。

「The Committee judges that some further policy firming may be needed to keep the risks to the attainment of both sustainable economic growth and price stability roughly in balance. In any event, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to foster these objectives.」

この第三パラグラフは、まだ議長がグリーンズパン氏の時の最後の FOMC (1月末) 後の声明と全く同じである。その文章を受けて今回の利上げがあったわけだから、同じ文章が採用されているのなら「次回もある」と考えるのが自然だ。私もそう思う。ましてや、第二パラグラフの文章展開でアメリカ経済に対する強気と、インフレ警戒的な見方を示した後となれば、市場が「5月も利上げあり」と読んだのは正当だと考える。

FF 金利は先週で 4.75% になったが、この水準は 2001 年の春以来の高さ。一方、しばしば忘れていた公定歩合は 5.75%。いずれにせよ、アメリカの金利もかなり高くなってきた印象がする。声明を読む範囲では、今回の FOMC 決定に異議を唱えたメンバーはおらず、また主要な連銀は公定歩合の引き上げを要請している。つまり、意見が一致した利上げだったということだ。

ただし 5.0% 以上の FF 金利の可能性について今から云々するのは、時期尚早な気がする。今時点で言えることは、5月の利上げも可能性が強いということだ。

今週の主な予定は以下の通りです。

4月3日(月)

日銀短観

3月新車販売

米3月ISM製造業景況指数

米2月建設支出

4月4日(火)	米3月国内新車販売 衆院懲罰委員会・西澤孝氏証人喚問 米シカゴ連銀総裁講演 米リッチモンド連銀総裁講演 米カンザスシティ連銀総裁講演 仏で全国スト・街頭デモ(新雇用法撤回要求)
4月5日(水)	米3月ISM非製造業景況指数 英中銀金融政策委員会(～6日)
4月6日(木)	2月景気動向指数(速報) ECB理事会
4月7日(金)	米3月雇用統計 米2月卸売在庫

英国、フランスなど欧州の大半の国が先週から標準時間(冬時間)からサマータイム(夏時間)に移行したのに続いて、今週は北米もサマータイムに移行した。日本との時差はそれぞれ1時間短くなり、英国が8時間、フランスやドイツなどが7時間で、ロシアはモスクワで5時間となった。ニューヨークやワシントンがある米東部とは13時間の時差。お間違えのないように。

日本にいる我々からすれば、アメリカの経済指標が1時間早く発表されるということになる。今週の米統計では、やはり雇用統計が一番の注目か。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。日曜日はちょっと曇りないし雨模様でしたが、土曜日は最高のお花見日和でした。私も都内の某有名花見サイトに行き、Gyaoで一緒に番組をやっていた人達と花を見ながら時間を過ごしましたが、なかなか良かった。

それにしても、昔の人は美しい言葉を作ったものだ。「花冷え」です。桜の季節は暖かそうで、なぜか毎回必ず寒い。土曜日が典型的。陽が出ている昼間の間はまた陽の光に当たっていると暖かい印象がするのですが、夕方になって陽が落ちると本当に寒くなる。まさに「花冷え」です。

本当はもうちょっと暖かくなってから桜には咲いて欲しいのですが、この毎年まだ寒い時期に咲くことで桜のはかなさが演出されているのかと思うと、「やっぱりあまり暖かくなってからではいけないのかな・・・」とも思う。

まあ今週も前半は都内のあちこちで桜を見ることが出来るでしょう。一年に一回しかない季節。楽しみましょう。

それでは、皆さんには良い一週間を。

《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。》