

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1865号 2007年02月26日(月)

## 《 normalization process 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. 日銀による「日本の金利体系の正常化プロセス」は、昨年春の量的金融緩和、7月のゼロ金利の各解除からやっと三歩目として短期金利誘導目標の0.25%引き上げに進んだ。「正常化の一環」である限り、株式市場がそれを「日本経済の正常化」のプロセスの中で捉えて株価上昇で迎えたのは当然だし、「正常化は未完」と言う現実の中で円相場が利上げ後に再び円安になったのも自然である
2. アメリカが「1%という超低金利からの脱却」を実に着実に進めたのに対して、日本の正常化のプロセスは遅い。それはデフレがリスクだった国と、実際にデフレになった国の違いで、今度もスピードの差は残るだろう。しかし、そのペースが「(日本の利上げは)あっても今年はおと一回」という今の市場のコンセンサス通りに進むとは筆者は考えていない。年内2回の利上げがあっても年末の短期金利誘導目標が1%になってもおかしくない
3. マスコミ的には確かに日銀の行為は「利上げ」だろうが、改めて言うがそれは「正常化プロセス」であり、福井総裁の気持ちの中ではその思いが強いだろう。加えて、「日本の低金利が世界の経済、市場、それに各国政策の尻抜けに及ぼしている甚大な影響」に関する懸念も強いはずだ。実際に円為替レートは各国通貨に対して67前の円安水準に戻っており、世界中に不満は鬱積している
4. 金融資産大国化する日本、企業の有利子負債削減傾向が進む日本にあっては、金利の上昇は消費の活発化をもたらす一方で、健全な企業選別を進めるという意味で、経済活動の正常化促進と経済の活性化を進める可能性がある。「利上げ 経済活動の停滞」と考えるのは、日本経済が開発途上の、企業の借金体質が高いときの話だが、まだ政治家の多くはこの考え方を信奉している
5. 今後の一つの大きな問題は、日本経済のストリームラインが進む金利水準と、外国為替市場で円が正当な評価を受けるベースとなる金利水準が乖離している可能性が高いことだが、これは円相場が水準を変える中で収斂する水準を探せるだろう。その収斂レベルが、今の0.5%ではなく、少なくとも2%に近いところであることは間違いない

同じ利上げであっても、日本における一般的な受け止め方と海外諸国のそれは大きく違うと思ったのはウォール・ストリート・ジャーナルの記事を読んだときである。0.25%の誘導目標引き上げ後の同紙は以下のような書き出しの記事を掲げた。

「In an effort to prevent the country's super-easy monetary policy from distorting world financial markets, the central bank raised its target for short-term rates by 0.25 percentage point to 0.5%. The action indicated that the bank thinks the economy now is strong enough to withstand a rate increase and that it isn't, for now, focused on the danger of price declines, which ceased only last year」

筆者が注目したのは下線の部分です。実際のところ、G7など国際会議に頻繁に出席する中で金融政策を行っている福井総裁の頭のなかには、「正常化プロセスの推進」と「日本の低金利政策が世界の市場に与えている影響」の二つが大きな考慮要因としてあったに違いない。今の日銀の超低金利政策が世界の金融市場を歪めており、「それ（歪み）をなんとか少なくしたい」という考え方です。

日本の金融政策だから日銀は「景気は十分に強い」とか、「（短期的にはそうでなくとも）いずれ物価上昇圧力は強まる」と国内要因を挙げているが、その他の要因もあったと考えるのが自然である。

### 《 strong stock mart 》

日銀の短期金利誘導目標の0.25%上げが日本の金融政策、もっと言えば経済そのものの正常化の一環であるが故に、先週後半のニューヨーク市場の横ばいから反落傾向にもかかわらず東京株式市場は大きく値を上げて18000円台の足場を固めた。東京市場取引終了後の金曜日のニューヨーク続落、インド株の大幅反落などを考えると、今週週明けの東京株式市場の動向はやや不安定だろうが、押し目買いの強さから見て底堅い動きは続けるだろう。なぜなら、金融政策も経済も正常化プロセスが一步一步進行しているからである。

利上げで一旦円高に動いた円相場がその後円安に動いたのは先週予想した通りだが、その理由としては一般的に「今後しばらく日銀による利上げはない」という見通しが挙げられている。しかし、筆者はこの説明はおかしいと思う。円安に再び動いたのは、日本の金利水準が依然として各国の金利水準に比べて極めて低いからである。次の利上げが直ぐにあるかないかという問題ではない。そういう意味では次の0.25%利上げも、おそらくその次の利上げも、一旦円高に振れた後の為替相場は円安に転じる可能性が高い。金利差が大きいからだ。ただし、その円安のペースは落ちるとというのが当たっている。金利差は縮小するからだ。

今回の日銀の金利決定で興味深かったのは、票決が執行部（正総裁と二人の副総裁）の間

で意見が割れた点である。総裁・副総裁の間で投票態度が割れたのは新日銀法下では初めて。このことを問題視する人もいるし、福井総裁が結局1月の決定会合で利上げを提案しなかったのは、反対票を投じた岩田副総裁を説得できなかったからだとも伝えられる。そうかもしれない。

しかし、「執行部の意見はいつも一緒」ということにこだわる必要はなかったし、今回岩田副総裁の反対にもかかわらず福井総裁が利上げを提案し、決定会合が「8対1」で利上げを決めたのは正解だろう。岩田副総裁は最初から非常に利上げに慎重な見方をしていたし、その慎重な見方そのものは別に間違っているとも言い切れない。考え方としては、物価の動向がもうちょっとはっきりしてからの方が良いという見方も確かにある。日本の金融政策の民主的な意志決定プロセスを明確に示せた意味合いもある。

もっとも2月の金融政策決定会合の票差は、福井総裁さえ決断していれば1月でも今回と同じような票差で利上げが決まっていた可能性が強いことを示した。今から言ってもせんないが、筆者はやはり国際的圧力がかかる前の1月が日銀の金融政策変更にとってもっとも良いタイミングだったのではないかと考えている。

「利上げすると景気に打撃」という古い経済学を信奉している人もいる。しかし、資産大国である日本で金利が上がることは、消費者の手元により多くの利子が入ることを意味する。0.5%預金金利が上がるだけで、5兆円以上の消費者の利子所得が増えるという説もある。今の日本では、その面で「利上げは景気刺激的」だ。

また私が取材している範囲では、「0.25%の利上げが企業活動に大きな打撃になる」という経営者はあまりいない。これは一つには日本の企業の有利子負債が大きく減ってきているという背景がある。今の企業は大部分のケースにおいてキャッシュリッチである。巨額の資金運用に頭を痛めている企業も多い。そういう意味で、「利上げ 経済活動に打撃」という古い経済学の概念を政治家が振り回すのは時代遅れだし、経済の実態を知らないと言える。

今後の市場の関心の的となるのは、「日本の金利体系の正常化プロセス」がどのようなものになるか、だ。

アメリカは「1%という超低金利からの脱却」を実に着実に進めた。グリーンスパンの時代からFOMCの度に0.25%の利上げを繰り返したのである。その結果の今の金利水準は5.25%。実に0.25%を17回繰り返したのである。そして今は据え置きを続けている。バーナンキの最近の証言を参考にすれば、FEDはこの「据え置き姿勢」を当面続ける予定である。

これに対して、日本の正常化のプロセスは遅い。それはデフレがリスクだった国と、実際にデフレになった国の違いで、今度もスピードの差は残るだろう。日本の方が遅くなる。しかし、「(日本の利上げは)あっても今年はあと一回」という市場の今のコンセンサス通りに進むとは筆者は考えていない。年内2回の利上げがあっても年末の短期金利誘導目標が

1%になってもおかしくない。

まず考えなければならないのは、今の日本の金利水準では、「世界の金融市場を歪めている」という事情が変わらないということだ。日本と他の諸国との金利差が4%を上回っている状況では、日本の資金が日本国内ではなく海外で使用されるケースが多くなるのは止めようがない。キャリートレードであるのか、日本の投資家の対外投資であるかに関係ない。

かつ日本国内の経済活動は、「新入社員の初任給の引き上げ」が広がり、団塊の世代が退職する中で、現職の正社員に対する待遇も改善してくるだろう。筆者は団塊ジュニアが30才台を通り過ぎつつある今の状況は、踊り場はあっても日本の景気は底堅いと見ている。消費を支えているという意味で。また何回も書くが、中国、インドを中心に世界各国では購買力を持つ消費者の数が毎年何千万という単位で増えている。

今後の一つ議論の余地が残る問題としては、日本経済のストリームラインが進む金利水準と、外国為替市場で円が正当な評価を受けるベースとなる金利水準が乖離している可能性が高いことだ。それは多分今の段階では後者の方が高い。しかしこれは、円相場がポジションの行き過ぎなどで相場水準を変える中で新たな落とし処の水準を探せるだろう。筆者はその収斂レベルが今の0.5%ではなく、少なくとも2%に近いところであることは間違いないと考えている。

今週の主な予定は以下の通りです。

- |          |   |
|----------|---|
| 2月26日(月) | 日銀政策決定会合議事録公開(1月17~18日分)<br>モンゴル大統領来日<br>バイズ米FRB理事講演<br>中国株式市場取引開始  |
| 2月27日(火) | フラトコフ・ロシア首相来日(~28日)<br>米1月耐久財受注<br>米2月コンファレンスボード消費者信頼感指数<br>米1月中古住宅販売   |
| 2月28日(水) | 1月鉱工業生産<br>1月商業販売統計<br>1月住宅着工件数<br>1月建設工事受注<br>米MBA住宅ローン申請指数<br>米10~12月GDP(速報)<br>米10~12月GDP価格指数(速報)<br>米10~12月個人消費(速報)<br>米1月個人支出<br>米1月新築住宅販売件数 |

	米 2 月シカゴ購買部協会景気指数
	米 N Y 連銀総裁講演
3 月 1 日 ( 木 )	2 月国内自動車販売
	米 2 月個人所得・支出
	米 1 月 P C E コアデフレーター
	米 2 月 I S M 製造業景況指数
	米 2 月国内自動車販売
3 月 2 日 ( 金 )	1 月労働力調査
	1 月家計調査
	米 2 月ミシガン大学消費者信頼感指数 ( 確報 )
	バーナンキ米 F R B 議長、基調演説 ( S I E P R 会議 )

数多くは並んでいるが、週末がまだ 2 日で 2 月の米雇用統計 ( 9 日発表 ) が間に合わないため、「小物の統計」の週となっている。注目はアメリカの GDP 統計速報が。バーナンキまでお墨付きを与えている「軟着陸」が現実のものになりつつあるのかが注目だろう。今の市場の予想は「プラス 3 . 5 % 前後」である。

### 《 have a nice week 》

週末は寒かったですね。確か半年ぶりくらいにゴルフをしたのですが、それはそれは寒かった。最後の 1 8 番なんて午後 4 時前後で、風も出てきてもう死にそうでした。行ったのは、東名富士カントリークラブというのですが、どえらいゴルフ場でした。一番高いところにクラブハウスがある。だからアウトもインも初めの数ホールは凄い打ち下ろし。そしてエンドの数ホールは凄い打ち上げ。ははは、朝は「今日は歩こう」と思っていたのですが、途中で「こりゃとても無理だ」と。上がりのホール ( 確か 9 番 ) は、カートでかなり上がってもまだかなりの打ち上げですからね。

もっとも移動すれば気付くことも多い。行き帰りの道路沿いのガソリンスタンドの価格表示を見ながら、「この価格下落がどう影響するかだな . . . 」なんて考えていました。いえ、私の記憶だと昨年後半のガソリン価格は、レギュラーで一時は 1 3 4 円くらいあった。それが今は場所によって違うのですが、1 1 6 円とか 1 1 8 円になっている。

リットル当たり 1 8 円とか 1 6 円の価格下落。私が見た範囲ですが。相当下がってきたという印象。2 月、3 月の日本の消費者物価は「もしかしたら下落」とされていて、これが「( 日銀による 2 月の ) 利上げなし」という見方の根拠になっていた。

まあしかし、日銀はもっと長い目で日本の物価の動きを見ているのでしょう。ガソリンだけを見ると、少し下げ幅が大きい印象がするので、もしかしたら実際のところ日本の消費者物価の再度のマイナスの要因になるかもしれない。しかし最近はまだ、原油価格は上昇気味です。

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。》