

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1481号 1999年02月15日(月)

〈 a cool market reaction to BOJ measures 〉

発表直後を除けば、月曜日の朝までのところ日本銀行の先週金曜日の政策委員会・金融政策決定会合で打ち出された一連の金融緩和措置に対する市場の反応は、冷めたものでした。日本の長期金利は発表以前よりむしろ上昇し、ドルは113円台後半に下落している。手前の金利は大きく下がりましたから、日本の金利のイールド・カーブは最近に近くステイプニングした。

日銀の措置については後で触れますが、まず市場の反応がこうなったことに関しては以下のように考えることが可能です。

1. 発表当初の債券高、ドル高についてはもともと今回日銀が何らかの形で動くと思っていた市場関係者は全体の3割ぐらいで、7割の人は「何もなし」と見ていたため、短期金利の誘導目標の段階的引き下げなどを内容とする日銀の政策発表にはとりあえず knee-jerk reaction した
2. しかし、措置の内容は市場関係者が「これをしたら長期債相場は上がる」と市場が見ていた「買い切りオペの増額」を含んでいなかった上に、短期金利を長い目で見れば0.15%の当初目標を下回って誘導する方針が打ち出され、これが将来のインフレに対する警戒感を生んだ
3. 日本の景気を良くする為の措置が「へたな鉄砲」に類するものも含めて次々に発動される中で、保有している長期債をむしろ今は手放したいという投資家が多かったため、価格が上昇して130円台前後では売り物が増加した

金融当局の措置に対する市場の評価は、とりあえずのものであっても一週間とか、一ヶ月とかの期間で見るのが自然でしょう。しかし、実に8時間34分におよぶ長丁場（昼食のブレイクはあったでしょうが）に及んだ今回の日銀の金融政策決定会合は、

1. 新しい日銀法でうたわれた日銀の独立性を維持し、内外政治圧力に対する抵抗姿勢明確化の必要性
2. にもかかわらず、G7を20日に控えて日本としても金融面で新たな措置を打ち出す必要性

という二律背反の中で、「消去法的な発想」で決められた印象が強く残る。大きく踏み出しもせず、しかし何もしなくてはなかったという形。こうした姿勢が見え隠れする中で、市場もどちらかと言えば白け気味の反応となっていると思われる。むろん日銀がそうした姿勢をとらざるを得なかった理由は十分理解できるが、今週初めの市場の反応は「so what?」という煮え切らないものになった。

〈 to 0.15 or lower 〉

声明文によれば、日銀が決めた当面の金融政策運営方針は以下の通りです。

「より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないよう、その機能維持に十分配慮しつつ、当初 0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら徐々に一層の低下を促す。」

日銀が、こうした措置が必要だと判断した背景については以下のように説明されています。

1. 景気の悪化テンポは、公共投資の拡大に支えられて、緩やかになってきている。今後、緊急経済対策が本格的に実施されるにつれて、景気の悪化には次第に歯止めがかかるものと見込まれる。しかし、企業や消費者の心理は依然慎重なものにとどまっており、民間経済活動は停滞を続けている。物価も軟調に推移している。景気回復への展望は依然明確でない状況にある
2. 金融面の動向をみると、短期金融市場取引や企業金融を巡る一頃の逼迫感は和らいできている。しかし、長期金利が大幅に上昇し、為替相場も円高気味の展開が続いている。株価も総じて軟調に推移している。こうした市場の動きは、わが国経済の先行きに対してマイナスの影響をもたらす恐れがある
3. 先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にするため、この際、金融政策運営面から、経済活動を最大限サポートしていくことが適当と判断した

そして、「上記の金融市場調節方針のもとで、より潤沢な資金供給を行い、これを通じて、マネーサプライの拡大を促すとともに、落ち着きを取り戻しつつある短期金融市場の安定に引き続き万全を期していく」としている。

具体的な資金供給の方法としては、「短期金融市場の機能の維持に配慮しつつ、従来と同様に短期の調節手段を用いて、より潤沢な資金の供給に努めていく考えである。なお、そ

のなかで、国債を対象とするレポ・オペ（国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション）については、従来以上に、積極的に活用していく方針である。また、長期国債の買い切りオペレーションについては、これまでと同様の頻度、金額で実施していく考えである」としている。

日銀はその他、企業金融支援のための臨時貸出制度の適用金利を現行の年0.5%から年0.25%に変更することを決めた。

日銀の景気判断は、「景気の悪化のテンポは、公共投資の拡大に支えられて、穏やかになってきている」という文言でも分かる通り、多少の楽観論も入ったものである。もとより構造調整を今の日本経済はしているわけだから、景気の本格的な回復には時間がかかる。従って日銀の中には「今は我慢すべきで動くべきではない」との意見はあったはずだ（これは会合議事録が公開されれば分かる）。私の判断によれば、長期金利を上げてしまったのは金融政策の失敗ではなく政府の財政政策の失敗である。

しかし日銀の政策委員会の大勢は動いた。理由は、「景気の悪化に歯止めをかけることをより確実」にし、「経済活動を最大限サポートする」ためとしている。論理的に考えれば、今回の措置が「経済活動を最大限サポートする」ものだとしたら、市場が先行きの景気回復を予測して、長期金利を押し上げるのはある程度覚悟しなければならない筈である。しかし日銀は、内外政治圧力もあり長期金利の上昇を抑えたいとの意向もあって「レポ・オペの積極活用」「買い切りオペの頻度、金額の維持」を措置の中にうたいこんだ。

〈 conflicting purposes 〉

日銀は見方によっては「二律背反」を求めていることになる。市場のリアクションが当初とその後で食い違い、最後は気迷いになったのは当然だ。長期金利を低く抑えたままで景気回復をより一層確実にしたいという希望は分かるが、景気回復の為の措置が揃えば揃うほど、「先読み」が原則の市場は、将来の債券価格水準（価格安）、利回り水準（利回り上昇）を今の相場に織り込みにかかる。「景気回復見通し」と「歴史的にも極めて低い長期金利の水準維持」というのは、最初から無理なのである。

むろん、ではどこが日本にとっての妥当な長期金利の水準かという議論はある。しかし少なくとも言えることは、今の日本の長期金利上昇の背景には効果のほども明らかではない公共投資をやりすぎて、国の国債発行状況が先進国の中でも例を見ないほど急激に悪化したという背景があるということだ。この点に対する反省なしに、日銀だけで長期金利の水準を動かせると思うのは、「市場を知らない人々」の言うことである。アメリカでも欧州でも、通常においては中央銀行は長期金利の操作手段を持たない。長期金利の安定を保証するのは、節度ある財政政策と国内のインフレ圧力に対する金融当局の注意深い監視だけだ。

今の日本には「インフレ圧力」はほとんど存在しない。中央銀行の措置を頼るよりは、

日本の長期金利の上昇を抑えようとしたらそれは「節度有る財政政策」に尽きる。従って例えば、長期金利を本当に抑えようと思ったら「財政赤字はもう増やさない。徹底した構造改革で日本の景気回復をはかる」と政府が声明を出した方が、よほど効果があると思われる。

いずれにせよ、今回の日銀の一連の措置を含めて、今日本が打ち出している政策はどれも「核心を避け、周辺をなぞる景気回復策」の印象が強い。繰り返し述べているように、7割に達するアメリカは例外だが日本でもGDPの6割は消費者の支出に依存している。消費者に所得を与えているのは企業である。従って、息の長い成長、経済の活力を生み出すためには、消費者と企業を元気にするしかない。いくら金利を低くしても「借りたい」と思う人がいなければ、経済に対する効果はないに等しい。

景気の回復を急ぎたい気持ちは分かるが、今までの日本の景気刺激策は、本来起こるべき構造調整を先延ばししてきた可能性が大きい。構造調整が起きないから、新しい経済の形が出来ない。つまり、「短期的・近視眼的な景気刺激策」が実は「長期的・持続的な景気回復条件の醸成」を阻害しているのである。時間がかかり我慢のいる状況が続く中でも、モルヒネを打たない勇気も必要なのだが、今までのところ日本はその勇気に欠けている。こうした状態が続けば、日本の景気の本格的な回復はらに先に延びよう。ただし皮肉だが「お金」を使う措置がもう打てなくなったことは、日本の政策が徐々に、そしてようやくにして「核心」に迫る可能性が出てきたと言える。

〈 G7 on the weekend 〉

今週の主な予定は以下の通りです。

15日(月曜日)	昨年12月の国際収支(大蔵省) 米国市場は休み
16日(火曜日)	2月の日銀金融月報 経企庁の月例経済報告 速水日銀総裁の会見
17日(水曜日)	昨年12月15日分の日銀政策会合議事録 1月の米住宅着工 1月の米鉱工業生産・設備稼働率
18日(木曜日)	ヨーロッパ中央銀行(ECB)理事会
19日(金曜日)	98年12月の米貿易収支 1月の米消費者物価指数
20日(土曜日)	G7

世界で最低だった日本の長期金利が上昇基調に転じたこともあって、世界各国の長期金

利が上昇に転じている。アメリカの長期債の利回りは先週末には 5 . 4 2 % にまで上昇した。先の入札で新発債を抱えてディーラーが売りに出たとの解説も聞かれたが、一般に想像される以上に日本での長期金利の上昇が世界各国の長期金利の上げを先導しているようである。日本の金利が上昇し、日本から資金が流れなくなれば需給要因の悪化につながるの見方である。

日銀は短期金利の誘導目標を引き下げる方針を決定したが、速水日銀総裁がしばしば言っているように中央銀行には「長期金利の操作能力」は直接的にはない。日銀の短期金利誘導目標の引き下げにも関わらず、財政政策の節度に対する市場の不信が高まれば長期金利は上昇する危険性がある。その日本の長期金利の上昇は、程度の差こそあれ世界各国の長期金利の上昇を誘発することになるだろう。

アメリカでは債券利回りの上昇を警戒して堅調だった株価が下げ気味の展開を示し始めた。20日に開かれる G7 は、こうした長期金利の上昇傾向とそれが株価や景気に与える影響に関して討議することになるでしょう。欧州の景気は悪化の度合いを深めている。その点で、日本に対する期待は強いわけだが、日本は今回日銀が取った措置や今までの一連の景気刺激策で「今年の春から景気は回復」との立場を鮮明にし、他の先進国の首脳は疑念を持ちながらもその説明を聞くという形になるでしょう。ただし声明が出れば、日本の持続的な景気回復に対する強い期待が表明されるはずです。

通貨については、過度の動きに対する牽制が行われるでしょう。債券相場が大きく下落し始めた中では、アメリカがドル安を許容する範囲は大きく狭まった。従って当面はドル下支えの発言が続くはずですが、ただし、ドルの頭は重いと考えます。

〈 have a nice week 〉

週末はいかがでしたか。日差しはかなり春めいてきましたが、風は冷たかった。相変わらず風邪がニュースになっている。引き続きお気をつけて。

週末は多少出かけはしましたが、今年の春には日本でも出版されるポール・アードマンの新しい小説を読んでいました。これが面白いのです。ある出版社から書評を頼まれて「初稿」が送られてきたので読み始めたら止まらなくなった。

グリーンSPAN FED 議長の後任の議長。その議長が新しい大統領とそりが合わず退任したものの、後任の承認問題から引き続き BIS の会合に出席するために行ったスイスのバーゼル空港で逮捕されることから物語は始まります。逮捕容疑はインサイダー疑惑。むろん、真犯人は別にいるのですが、まあ BIS、FED など国際金融の最前線を舞台に選んだやや荒唐無稽ではあるものの実に面白い金融小説、国際犯罪小説です。シンドラー、ベスコなどなど昔聞いた名前も一杯出てくる。

正式にはいつ出版されるか知りませんが、そうですね花粉症が収まった頃でしょうか。かなり大部ですが、読み始めたら止まりません。お楽しみに。

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（ 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》

=====

以下は資料です。日銀が12日に発表した「当面の金融政策運営について」。この文章はインターネットの日銀のサイトから採取したものです。

金融市場調節方針の変更について

(1) 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融市場調節方針を一段と緩和し、以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

より潤沢な資金供給を行い、無担保コールレート(オーバーナイト物)を、できるだけ低めに推移するよう促す。その際、短期金融市場に混乱の生じないように、その機能維持に十分配慮しつつ、当初0.15%前後を目指し、その後市場の状況を踏まえながら、徐々に一層の低下を促す。

(2) わが国の経済をみると、景気の悪化テンポは、公共投資の拡大に支えられて、緩やかになってきている。今後、緊急経済対策が本格的に実施されるにつれて、景気の悪化には次第に歯止めがかかるものと見込まれる。しかし、企業や消費者の心理は依然慎重なものにとどまっており、民間経済活動は停滞を続けている。物価も軟調に推移している。景気回復への展望は依然明確でない状況にある。

金融面の動向をみると、短期金融市場取引や企業金融を巡る一頃の逼迫感は和らいできている。しかし、長期金利が大幅に上昇し、為替相場も円高気味の展開が続いている。株価も総じて軟調に推移している。こうした市場の動きは、わが国経済の先行きに対してマイナスの影響をもたらす恐れがある。

(3) 上記のような金融経済情勢を踏まえて、日本銀行は、先行きデフレ圧力が高まる可能性に対処し、景気の悪化に歯止めをかけることをより確実にするため、この際、金融政策運営面から、経済活動を最大限サポートしていくことが適当と判断した。

(4) 日本銀行としては、上記の金融市場調節方針のもとで、より潤沢な資金供給を行い、

これを通じて、マネーサプライの拡大を促すとともに、落ち着きを取り戻しつつある短期金融市場の安定に引き続き万全を期していく考えである。

(5) 金融市場調節の具体的な運営に当たっては、短期金融市場の機能の維持に配慮しつつ、従来と同様に短期の調節手段を用いて、より潤沢な資金の供給に努めていく考えである。なお、そのなかで、国債を対象とするレポ・オペ(国債を見合いに短期の資金供給を行うオペレーション)については、従来以上に、積極的に活用していく方針である。

また、長期国債の買い切りオペレーションについては、これまでと同様の頻度、金額で実施していく考えである。

(6) 日本経済を、しっかりとした景気回復の軌道に乗せていくためには、金融・財政面からの下支えだけでなく、金融システム対策や構造改革を着実に進めていくことが重要である。日本銀行としては、今回の金融緩和措置が、それら関係各方面の取り組みと相俟って、日本経済の直面する課題の克服に資することを強く期待する。

以 上

(参考)

- ・開催時間 9 : 0 0 ? 1 7 : 3 4
- ・出席委員 議長 速水 優(総裁)
藤原 作弥(副総裁)
山口 泰 (")
後藤 康夫(審議委員)
武富 将 (")
三木 利夫(")
中原 伸之(")
篠塚 英子(")
植田 和男(")

上記のほか、

谷垣禎一大蔵政務次官(9:00?14:58)

武藤敏郎大蔵省総務審議官(15:03?)

堺屋太一経済企画庁長官(9:29?10:28)

河出英治経済企画庁調整局長(9:00? 9:29、 10:28?)

が出席。

- ・金融経済月報の公表日時 2月16日(火) 9 : 2 0
- ・議事要旨の公表日時 3月17日(水) 1 4 : 0 0

以 上

