

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1554号 2000年08月07日(月)

《 less possibilities 》

今週金曜日11日に開かれる日銀金融政策決定会合では、ゼロ金利が解除される可能性は低下したと考えられる。むしろ解除の可能性がなくなったわけではないが、

- 1) 山口日銀副総裁が4日の講演で「そごう問題」の後遺症としての市場の不安心理に触れた
- 2) 日本の株式市場の低迷もあって、下半期の景気に対する警戒的な見方が増えている
- 3) 日本経済は日銀がゼロ金利解除の前提としている「民需主導の景気回復を展望できる」環境には立ち至っていないと考えられる
- 4) 今ゼロ金利を解除して得られるものに比して、取るリスクが大きすぎると思慮される――などを背景とするもの。

まず、注目された日銀の山口副総裁の日本記者クラブでの講演（日銀のサイトで閲覧が可能で URL は http://www.boj.or.jp/press/koen089_f.htm）は、11日の次回金融政策決定会合前に日銀幹部が行える最後の講演であり、かつ政策委員の中でも議論を主導できる力を持つ人の発言という点で注目された。山口副総裁はまずプリントアウトすると A4 で 6 枚ほどの講演を行い、あと質問に答えた。

少し振り返っておくと、前回の金融政策決定会合（7月17日）は金融政策を変更しなかったにもかかわらず例外的に声明を発表し以下のように述べていた。

＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝

- (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、いわゆる「ゼロ金利政策」を継続することを決定した。
- (2) 委員会では、景気の現状について、「わが国の景気は、企業収益が改善する中で、設備投資の増加が続くなど、緩やかに回復している」と評価した。また、先行きについては、「海外経済等の外部環境に大きな変化がなければ、今後も設備投資を中心に緩やかな回復が続く可能性が高い」と判断した。
- (3) 物価面では、こうした緩やかな景気回復が展望されるも、需要の弱さに由来

する潜在的な物価低下圧力は大きく後退している」と判断した。

(4) 以上を踏まえると、日本経済は、ゼロ金利政策解除の条件としてきた「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢」に至りつつあるというのが委員会の大勢の判断であった。

(5) しかし、最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したいとの意見があった。また、最近のいわゆる「そごう問題」については、市場心理などに与える影響をもう少しみきわめる必要があることが、留意点として指摘された。

(6) こうした点を総合的に検討した結果、上記方針が賛成多数で決定された。

＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝＝

つまり、17日の金融政策決定会合で(2)(3)(4)で正当化できるゼロ金利解除を結局見送った理由を(5)で述べていたのである。その解除見送り理由の一因となった「そごう問題」について4日の山口日銀副総裁の講演は、「ゼロ金利政策解除を巡る幾つかの論点」の中の「企業の過剰債務、金融システムの問題」の部分で2回(講演全体では3回)に渡って「そごう」の名前を挙げて、次のように述べている。

「また、この問題から気を抜けないもうひとつの理由は、例えば「そごう」のような大きな破綻のケースが表面化すると、時として市場に不安心理が走ることです。もっとも、「そごう」の場合は、処理スキームが突然変更されたという特殊な事情がありました。市場への影響はケースにより当然異なるでしょう。いずれにせよ金融システムが万全の状態であれば、そうした事例は当該企業だけの孤立事象と受け止められる公算が大きいでしょう。現状はまだ市場の不安心理に弾みがつくりスクがないかどうか注意深くモニターしていく必要がありますし、この点は政策運営上当然考慮すべきひとつの要素であると私自身は考えます。」(下線は筆者)

《 needs more time 》

山口副総裁のこの講演は、日銀の政策担当者として7月17日の前回金融政策決定会合の数営業日前に起きた「そごう破綻」とその後の金融市場の動揺が、現在も続いているとの判断を示している。かつ(日銀のゼロ金利解除を含めて)市場の動揺を誘う事態が起きたら、「市場の不安心理に弾みがつく危険性」を認めているということである。11日の次回会合まではあと数日あるとは言え、素直に読めば今週の会合でゼロ金利解除は難しいことを副総裁として認めたと取れる。

また客観的に見て、「最終的にゼロ金利政策を解除するためには、雇用・所得環境を含め、情勢判断の最終的なつめに誤りなきを期したい」と希望している日銀の確信が得られるほどには「雇用・所得環境」が整ったとは言い難いのではないか。

注目されていた講演だけに、本人が最後に推敲する過程で「この講演を聞いたら読んだ人々や市場はどう考えるだろうか」ということは当然考えたはずである。4日の講演を聞いた市場の反応は、「これで11日のゼロ金利解除はない」と読んだ向きが大方であった。そのようなパーセプションになることは講演文を書くときに講演者は考えたはずだから、その点については「覚悟」の講演と言っても良い。こうした講演をしておきながら、実際にはゼロ金利解除をすとなれば当然市場の動揺が予想される。

筆者はゼロ金利解除にかける日銀の熱意は冷めていないと考えるし、7日の速水日銀総裁の発言もそうした点が伺える。しかし、金融政策の面から見れば継子扱いされがちな株価の水準が、不良債権の処理、消費者の心理に大きな影響を持っている現状では、日銀は株価を無視した金融政策を取れないと考えられる。日本の株価は各指標で先週年初来安値を更新した。

今日の日銀にとってゼロ金利解除を急いで失敗したときのリスクは大きい。公共投資の見直し論議が高まるなど財政政策の方も動き出した感があるなかで、日銀は今回も様子を見ざるをえない可能性が高いと考えます。

山口日銀副総裁の講演を詳細に見ると、ゼロ金利解除の積極論、消極論を意図的に併記して、その両方を論じてみるというスタイルと取っている。従って読む人によっては受け止め方が違う。しかし、筆者はこの両論併記的な議論の中で一番弱い部分は、最後の「不確実性下の金融政策」の中の物価上昇のリスクと金融政策発動の時期に関するところだと思う。

世界が直面する物価上昇圧力は、ベルリンの壁が落ち、デジタル・ネットワーク革命が進む90年代から2000年にかけての今の世界と80年代とは根本的に違うことをしっかりと認識する必要があると思う。

《 a wall within our nation 》

一方、アメリカでも今月の利上げの可能性は低下している。先週発表された米雇用統計は非農業部門の就業者数が10万8000人の減少と実に9年ぶりの「減少」となった。しかしこれは、国勢調査に一時雇用されていた人々がその職場を離れたため。その人数は実に29万人におよぶ。民間部門での雇用増は13万8000人。

発表前の大方の予想(Thomson Global Markets社が調査したエコノミスト)は、全体が2万7500人の増加、国勢調査関係を除くと25万5000人の増加というものだったから、発表された数字はそれよりは弱く。株価はこれを手がかりに上昇。一時的な要因があったにせよ、アメリカにおける非農業部門の就業者数が減少したのは1996年以来で、減少数は1991年4月(18万5000人の減少)以来である。

失業率は予想通り4.0%で動かず。そういう意味では米労働市場は依然としてタイト

だが、非農業部門就業者数の平均の伸びは今年に入って20万人弱と昨年のペースよりは低下している。

アメリカでは成長率は依然として潜在成長力を大きく上回っている。第二・四半期は5.2%と前期の4.8%から加速している。しかし一番懸念していた雇用情勢の緩和に、FRBは安心感を増していると思われる。また高い成長が続いても、また原油相場が大幅に上昇しても、アメリカの物価環境に黄色信号が点滅しないことが、8月の利上げの可能性は小さくなったと考える背景である。

一方、先週開かれた米共和党大会ではブッシュ・テキサス州知事が大統領候補の受諾演説をしましたが、この演説の全部を読みながらアメリカの政治を見る上で、従って経済政策のポイントを見る上でいくつかのキーワードがあることに気が付きました。

最初のものはなんと言ってもブッシュ・ジュニアを語る時に忘れられない「compassionate conservatism」(哀れみ溢れる保守主義)です。彼はこれをこう説明している。その部分は彼の演説の中でもっとも感動を呼ぶ部分なのですが、テキサス州マーリンの少年刑務所を訪れてその15才の受刑者と会話をした部分をイントロにしながら、

「When these problems aren't confronted, it builds a wall within our nation. On one side are wealth and technology, education and ambition. On the other side of the wall are poverty and prison, addiction and despair. And, my fellow Americans, we must tear down that wall.

Big government is not the answer. But the alternative to bureaucracy is not indifference. It is to put conservative values and conservative ideas into the thick of the fight for justice and opportunity. This is what I mean by compassionate conservatism. And on this ground we will govern our nation.

(意識 = 問題を今解決しないと、アメリカという国の中に壁が出来つつある。壁の一方には富とテクノロジーと教育、野望があり、壁のもう一方には貧困と牢獄と麻薬常習、それに絶望がある。我々はこの壁をたたき壊さねばならない)

compassionate の意味を経済だけに限らず、犯罪者や麻薬常習者など社会の底辺にいる人間にまで広げたことが特徴。ルービンに変わって財務長官に就任した時にサマーズが残りのクリントン政権の経済に関わる目標の一つが「落ちこぼれなき繁栄」ということを言っていたのと相通じるところがある。

それはブッシュも認めいているようにアメリカが空前の好景気を謳歌しているからこそ出来る事で、景気回復の途上にある日本などとは出発点が違うが、ある意味でアメリカの資本主義の原理原則、根本のところは別にして、フレーバーの変化を感じさせる。

ゴアの経済政策はこれから出てくるが、ブッシュも受諾演説でそれほど詳細な経済政策

を明らかにしているわけではなく、両候補の違いを評価するのはやや時期尚早である。ただし、compassionate conservatism にしろ「落ちこぼれなき繁栄」にしろ、方向性は似通っている。

《 focus on BOJ 》

今週の主な予定は以下の通りです。

8月7日(月)	米6月消費者信用残高
8月8日(火)	7月卸売物価指数 6月機械受注
8月9日(水)	米第二四半期労働生産性速報値 7月マネーサプライ 米6月卸売売上高 米ベージュブック 臨時国会期末
8月10日(木)	日銀、2000円札を追加供給
8月11日(金)	日銀金融政策決定会合 米7月小売売上高 米7月生産者物価

為替市場に目を向けると、ドル・円相場は基本もちあいながらドル強含みの展開を予想する。それは、1) 日銀によるゼロ金利解除がないとの予想が強いこと 2) 日本の株式市場の低迷がしばらく続く可能性が高い中で、海外からの資金流入が期待できないことなどを背景とする。

ドルが高値を試す段階では輸出の売りが出て、これが同通貨の頭を重いものになると見られる。しかし、強い円高材料がない現状ではドルはしっかりした動きになると見る。

《 have a nice week 》

暑さばかりでなく、日本列島を襲っているのは雷と局地的豪雨のようです。土曜日は日本各地で局地的豪雨だったようで、例えばヤクルト - 巨人の神宮での試合は8回が終わる直前に激しい雨となったのですが、その時はすぐ近くの千駄ヶ谷の駅は雨一つ降っていませんでした。タクシーの運転手から聞きました。千駄ヶ谷で雨が降り出したのはかなり立ってから。すごい局地雨だったことになる。

日曜日は私が体験した分だけでも列車のダイヤは大きく乱れた。中央西線や篠ノ井線。直接的にその区間を乗るのではなくても、豪雨の為に列車の回送ができなくなったりして、中央東線も大きな影響を受けました。運休した電車も多かった。

月曜日の今日も東京は朝からなんだかおかしい天候。しばらく続きそうですので、気を

付けましょう。落雷もあちこちであるようです。

《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》