

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1555号 2000年08月14日(月)

《 first time in a decade 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

1. 「狂騒曲」とも言える前代未聞の大騒ぎのあと日銀は速水総裁が矢面に立つ形でゼロ金利を解除したが、市場の反応はその前数日で解除を織り込んだことからこれまでのところ落ち着いたものとなっている。株、為替、債券の各市場へ影響が本格的に出てくるのは今週から来週にかけてとなる
2. このうち、ゼロ金利解除の影響は株式市場では金利のわずかな上昇にも耐えられない負債過多の企業の株価に下方圧力がかかる一方で、借入金の少ない業績の良い企業の株価は影響を受けないという二極化が進むと見られる。しかし全体的には無用の混乱を招いたゼロ金利解除を巡る議論が過去のものとなったことから、しっかりの推移か
3. 債券市場ではインフレ圧力がないことから直近での金利上昇圧力にはならないと見られるが、財政赤字の増加予想がある中で、また日本経済の成長率が高まる中では次なる短期金利の引き上げ（正常レベルへの戻し）も視野に入ってくることから、将来の金利（特に長期金利）上昇への心理的バイアスは高まったと考えられる
4. 為替市場への影響は材料そのものとしては円強材料となる筈だが、ファイナンシャル・タイムズなど海外のマスコミ論調はゼロ金利解除に批判的であり、これが海外投資家の対日センチメント（日本政府の政策に対する不信や景気回復期待の後退観測）に影響を与えれば、円安圧力にもなりえる。今のところどちらの目が出るかは不明であるが、当面はレンジか

速水総裁は「明確な票差だった」と述べているだけでしたが、12日の日経新聞によれば11日の日銀政策委員会・金融政策決定会合での2回の議決は、政府が提出した「議決延期請求」については「1対8」で否決、ゼロ金利解除に関しては「7対2」で可決だったという。これだけ自信を持って日経が報じるのには根拠があるのでしょうか。とすると、事前のあの喧騒と日銀自体が市場に与えた印象よりは、11日の金融政策決定会合は委員会としてかなり決然とした態度を示したことになる。

日銀の決然とした姿勢は、決定会合後に発表された声明でも読みとることが出来る。声

明は以下のように述べている。

=====

(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以下のとおりとすることを決定した(賛成多数)。

無担保コールレート(オーバーナイト物)を、平均的にみて0.25%前後で推移するよう促す。

(2) 日本銀行は、昨年2月、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ためのぎりぎりの措置として、内外に例のない「ゼロ金利政策」を導入した。その後、デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢となるまで「ゼロ金利政策」を継続するとの方針のもとで、この姿勢を維持してきた。

(3) その後1年半が経過し、日本経済は、マクロ経済政策からの支援に加え、世界景気の回復、金融システム不安の後退、情報通信分野での技術革新の進展などを背景に、大きく改善した。現在では、景気は回復傾向が明確になってきており、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。そうした情勢のもとで、需要の弱さに由来する物価低下圧力は大きく後退した。

このため、日本経済は、かねてより「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」に至ったものと考えられる。

(4) この間、7月央以降は、いわゆる「そごう問題」の影響にも注目してきたが、これまでのところ、この問題を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない。

(5) 今回の措置は、経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置であり、長い目でみて経済の持続的な発展に資するという観点から行うものである。

今回の措置実施後も、コールレートは0.25%というきわめて低い水準にあり、金融が大幅に緩和された状態は維持される。 日本銀行としては、物価の安定を確保するもとの、適切かつ機動的な金融政策運営を継続することにより、景気回復を支援していく方針である。

=====

声明の中で筆者が「日銀は決然としている」と思った部分は と 、それに である。4日の山口・日銀副総裁の日本記者クラブ講演では言い切っていないが、踏み込んでいなかった情勢把握が見られる。そのうち は、発言として明確に過ぎる踏み込みが感じられたが故に市場がその時点では材料に出来なかった速水総裁の認識(7日の国会での証言)を再録したものになっている。後述するが、 も市場環境から見れば思い切った判断である。

議決といい声明文といい日銀に「決然」とした姿勢を強いたのは、二つの要因でしょう。

一つは山口・日銀副総裁の記者クラブ講演が意図したメッセージを市場に伝えられなかったこと、第二は月曜日の速水総裁の国会証言以降に激しさが増した政府・自民党からの執拗な容喙。特に後者はゼロ金利解除見送りを日銀として不可能なことにしたと言って良い。

《 miscalculation 》

山口日銀副総裁の4日の記者クラブでの講演は、全体的に見れば7月17日金融政策決定会合後の声明文の姿勢と同じく、ゼロ金利解除に前向きなものでした。しかし市場が目したのは、17日の声明でゼロ金利解除の見送り理由とされた

『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』

という部分に関する認識が時間の経過の中でどう変化しているかでした。もう一つの理由とされた「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」というのは、いわば一般論だからだ。

報道によれば、山口副総裁の講演に対する市場や一般的な受け止め方が「これで11日もゼロ金利解除は見送り」となった事を知った速水総裁（山口副総裁の講演草稿に目を通したと伝えられる）は驚愕したと言うが、これは日銀（というより総裁、副総裁の）の市場音痴を露呈したようなものである。市場は講演の全体にも注意を払うが、もっと端的に17日の声明のうち市場がもっとも注目した部分に関して、どのような表現が用いられるかを山口副総裁の4日の講演に期待したと言える。そうした中で山口副総裁は

『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）』

と述べた。市場の関心が「そごう」と「そごう後」に集まっているあの時点で、講演の中で「そごう」の名前に3回も触れ「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」といったら、「今回は解除なし」と市場が判断したのは当然で、筆者もそう考えた。4日の時点では速水総裁より山口副総裁の方が日銀の主流的な考え方

を代弁していると市場が見ていた時だけになおさらである。

この市場の認識、それに政府にも広がった安心感を転換させる為に7日から出馬したのが速水日銀総裁。総裁は7日から、市場から見れば「踏み込みすぎでは」と思わせる発言を連発した。11日にゼロ金利解除をしなければ、総裁としての立場を疑われるような状況まで一気に突き進んだと言える。

ここまで進めば、日銀としては一種の組織防衛の為にゼロ金利を解除せざるを得なくなる。解除しなければ速水総裁は完全に浮いてしまう。総裁が日銀の代弁者にはならなくなってしまうからだ。今回日銀はそのことを11日の金融政策決定会合の声明（具体的には）で追認したと言える。その間、政府・自民党の総裁叩きが白熱する中で日銀は退路を断たれる形で、票決も声明も「決然としたもの」になったと考えられる。

「決然」としなければ、中央銀行の独立性にも疑念が残るし、また一ヶ月この「解除すべきか否か」の狂騒曲とも言える議論が延々と続き、日本という国の経済政策全体に対する不信感が高まり、市場全体への悪影響も出る可能性があった。そして動くには明確な判断を声明に盛り込む必要性に迫られた、と考えられる。だから、多少「先走り」の判断があったと理解される。それは正に、

『「そごう問題」の影響にも注目してきたが、これまでのところ、この問題を契機として、金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が大きく悪化するといった事態はみられていない』

と言い切った部分で、これには異論が出よう。株式市場を見れば「金融システムに対する懸念が広まったり、市場心理が悪化するといった事態がない」とは先週末の時点では決して言い切れなかった。結局日銀の判断を最後まで支えたのは、「景気は回復傾向が明確になってきており、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」という企業部門の好調に対する信頼感と、日銀の言うダム論からくる経済全体への敷衍期待だったと言える。

《 time to restore confidence 》

いずれにせよ、今回のゼロ金利解除を巡る議論の中で筆者が一番強く感じたのは、日本における経済政策の「整合性」と「有効性」を取り戻す努力の必要性です。そもそも、バブル崩壊から10年もたつてのゼロ金利解除の可否を巡る議論は、発射台からしておかしかったと言える。騒げば騒ぐほど建設的側面を失ったことは、この議論の本来の空疎さを浮き彫りにしていた。規模が違うとは言え、アジア諸国は数年という単位で苦境からの回復を果たしている。日本は巨漢のタンカーとは言え、舵の切り替えに時間が掛かりすぎているのだ。

日本の景気回復が遅れている最大の原因は、構造改革の遅れと財政政策の有効性の喪失

にある。89年から90年にかけての利上げが行き過ぎだったことは確かだが、その後の金融政策は概ね日本経済のニーズにあった措置を打ってきたと考える。動かなかったのは、構造改革を進める意図はあったもののそれを完遂できなかった政治と、旧態依然とした支出を続けてその有効性を著しく落とした財政政策だ。今回のゼロ金利解除を巡る議論は、従って責任者不問の議論だったと言える。責任者は日銀を攻める側に回った。

政府と自民党、それに財界が半ば責任の押しつけのような形で日銀を攻め、攻められた日銀が退路を断たれる形でゼロ金利を解除したという「展開の形の悪さ」は置くとして、現在求められるのは日本の経済政策の「整合性」と「有効性」の回復だ。

一般紙から始まって政治家、ワイドショーまで巻き込んで一体何が起きているのかと目を疑うほどの騒ぎだったが、考えてみれば我々は日銀に独立性を与え、その決定を尊敬するシステムを採用している。むろん議論は必要だが、全体の構図（改革努力、財政政策など）の中で議論すべきことを、金融政策のみに限定して議論したところに間違いがあったと考えられる。

経済政策は財政政策と金融政策が二本柱。その二つの担当部局が今は睨も合っている。推移の経緯では、一方でゼロ金利を解除しながら補正を打つといった局面を予想されるのだ。やはりどこがおかしいし、「整合性の欠如」は明らかである。また市場経済政策は「軸ぶれ」を繰り返している。これほど政策面で瑕疵が多いのに、まだ沈没せずにIMFの支援も受けていないのは日本経済の一つの強さでは、と思うほどだ。

〈 slowing U.S. economy 〉

先週一週間のアメリカ経済に関しては、三つの経済統計が注目された。一つは7月の卸売物価指数。前月比変わらずと物価の落ち着きを改めて示した。6月は0.6%の上昇となって市場の利上げ観測を強めただけに、卸売り段階での物価の落ち着きはFRBの金利据え置き予想（次回FOMCは22日）を強めている。卸売物価はコア（季節変動の激しいエネルギーと食料を除く）では0.1%の上昇で、これも予想の範囲だった。

二番目は7月の小売売上高。0.7%の増加と予想の0.4%増を大きく上回った。自動車など大きな商品の売れ行きが好調だった。最も注目されたのは、米第二・四半期の非農業部門生産性。前期比年率でプラス5.3%と前期の1.9%（改訂）から大幅に上昇した。発表前の市場の予想は4.5%だったから、発表された数字はかなり良い。この数字を見てまず22日のFOMCでの利上げ観測は後退した

生産性の大幅な上昇の結果、単位当たり労働コストは0.1%下落した。市場の予想は0.5%アップだった。米国経済は引き続き極めて良い形をしていると言える。賃金や原材料の値上がりがあっても、生産性が上がればその分は吸収され、最終価格は上昇を免れるからである。つまり、「強い成長・低いインフレ」が持続できる。対前年同期比で見ると、アメリカの生産性の伸びは5.1%でこれは1983年第三・四半期以来の高さ。同基準での単位当たり労働コストは0.4%の低下で、これは1984年第一・四半期以来。

全体的に言えることは、まだ極めて強い部分を残しているものの、アメリカ経済は鈍化しているし、さらに言えば多少強いセクターがあっても、生産性の伸びの中で物価上昇圧力は高まっていないということだろう。

こうしたアメリカ経済を反映して、先週末にはニューヨークのダウ平均株価は4月末以来の11000ドルの大台乗せとなった。しかし、下半期業績と景気鈍化の具合に懸念が残る中では、このまま上げ続けるとは予想していない。ハイテク株の先行きに不安がある中では、ニューヨーク市場も「柱不在」の印象が強い。ダウは基本11000ドルを挟んでもちあい構造を抜け出していないと考える。

一方ハイテク株については、メリル・リンチのアナリストによる11銘柄の見通し一括引き下げなどで見られるように、見直しが進んでいる。「収益構造」そのものに疑念がもたれている中では上値追いは難しい。

今週の主な予定は次の通り。

8月14日(月)	6月鉱工業生産改定値 7月企業倒産 米6月企業在庫 米民主党大会(～17日、ロス)
8月15日(火)	日銀金融経済月報 日銀速水総裁会見 米7月鉱工業生産・設備稼働率
8月16日(水)	6月景気動向指数改定値 米7月消費者物価 米7月住宅着工 米7月実質賃金
8月17日(木)	米8月フィラデルフィア連銀指数
8月18日(金)	米6月貿易収支

週末一番面白かった文章は、ジョージ・ソロスが2年前の暗い世界経済見通しの間違いを完全に認めたというニューヨーク・タイムズの記事でした。

「Soros Concedes His Forecast On Global Economy Was Off」

という見出し。そのまま訳せば、「ソロス、世界経済見通しの的外しを認める」となる。彼の1998年時点の世界経済見通しは、その内部に抱えた不安定性故に「グローバル資本主義システムは崩壊(disintegration)に向かっている」というものだった。ポンド危機(92年だったと思う)で大儲けをし、市場を熟知し、そして大金持ちになったソロスが

言ったことだけに日本でも大きな話題になった。

しかし2年後の今、そして12日に70才になったソロスが今自らの間違いを認め、それにそれもあって新たな本を出版したという。確かに、ソロスの言ったようには資本主義システムは崩壊せず、アメリカを中心にまた勢いを増している。

私はまだその本を読んでいませんが、ニューヨーク・タイムズによればソロスは1998年の時点で極めて悲観的な世界経済見通しを立てるに当たって、二つの過ち、二つのことについて過小評価をしていたと認めたという。それは

1. ニューヨークやワシントンの主要当局者の危機対応能力に対する過小評価
2. ニュー・テクノロジーへの過小評価

だという。最初の方は、例えばロシアの経済危機の後遺症でLTCMが危機に陥ったときのFRBの対応(金利の敏速な引き下げ)、LTCM救済スキームの素早い構築(ニューヨーク連銀や財務省が中心となった)を指すという。ソロスは「我々はほとんど崩壊状態にあったが、カオスの縁にあっても命脈は保たれた」としている。

二番目の過小評価に関しては、「エマージング市場の崩壊と時を同じくしてインターネット・ブームが起きて、この新しい技術の登場がアメリカにおける生産性の伸びをもたらし、海外市場の需要鈍化を相殺するのに役立った」としている。ソロスは、「基本的に言って、世界の経済システムは実際に崩壊するだろうとの考え方に私は流されていた。私はしくじったというわけだ」語っている。

ニューヨーク・タイムズは、資本主義システムの成功者であるソロスが間違えるほど「危険なほど変わりやすい現代の国際金融市場」を一つのテーマとしているが、彼の新しい本は「Open Society: Global Capitalism To Global Democracy」というらしい。

《 have a nice week 》

今週は職場を離れている人が多いんでしょう。先週も木曜日ごろから東京などは車の混み具合も緩和されてきていた。今週はもっと人が少なくなるでしょう。タクシーの運転手と話をしていたら、今週の東京は普段は都下を走っていない都外の車が多いのだという。

「迷っている車が多いので危ない」とはその運転手の言葉。映画館も空いていそうだし、残り組としては「空いている都会」を楽しみましょうか。

それでは皆様には良い一週間を。来週はこのニュースはお休みとします。

《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》