

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1580号 2001年03月05日(月)

《 melting down 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 日本の政治論議が KSD や森後継問題などを中心に回転し「経済再生のための政策の中身」に全く踏み込めない中で、市場は「株安」「円安」という形でしびれをきらしはじめた。株式市場への投資家の信頼感が著しく低下する中で、日本の国内資金には出口がなくなり債券相場だけは上昇しているが、日本経済全体、そしてそれを映す日本の市場の閉息感が高まってきたと言える
2. こうした中でやや拙速に行われた日銀の短期金利の誘導目標引き下げと今月2回目の公定歩合下げは、「我々も柔軟に動ける」という日銀の市場へのメッセージ伝達意欲にも関わらず市場を沈静化させる力は全く無く、かえって日本の将来と再生が混迷の極みにある日本の政治と政策に握られていることを明らかにした
3. 内閣不信任案は5日の朝9時前に提出され、また森退陣論の高まり、後継問題など今週は政治的イベントが目白押しになるが、a)与党議員の中にも不信任案に対する態度を直前まで留保する向きが出ている b)にもかかわらず不信任案は否決される見通しだが、その一方で公明党、自民党内には「不信任案の否決と森退陣とは別問題」などわかりにくい論理が横行している c)退陣が実現しても、その後の政局はまた不透明である---など日本の政治の先行きを予測するのは極めて困難で、こうした日本の政治の混迷状態、それに脆弱性は次期政権が出来ても暫く続くと考えるのが自然である
4. 政治混乱の中では、不良債権の処理などの難しいスキーム作りやその他の構造改革の早期進展を期待するのはかなり難しい。こうした環境下、日銀への金融政策面での措置発動への圧力は高まるだろう。小幅利下げの連続では何も効果がないことは先週の利下げとそれに対する市場の反応で明確であり、「政治の応答」が期待できない中で日銀はゼロ金利復帰や量的緩和を真剣に検討せざるを得なくなるだろう
5. その結果は、円安の進行と株価の不安定状況の持続、それに債券相場の高騰と言うことになるだろう

日本の政治に対しては、「こうすべきだ」「ああすべきだ」という「べき論」は山ほど出ている。市場が期待しているのはたとえば柳沢・金融担当相がしばしば口にする「不良債権の抜本処理」などである。5日朝の日経の社説などもその必要性を唱えている。なぜなら、金融を緩和しても配管が詰まっていたら供給した資金は経済に回らないからである。

しかし週末の朝日新聞が取り上げていたように、この不良債権の抜本処理にしる、今考えられている

「多額の債務を抱える企業から不採算部門の切り分け」

「その部門に対する融資だけを銀行が債権放棄」

という方式にしる、では具体的にどう進めるのか、関係者の同意、国民の賛同などが得られるかなど今後の道筋を考えると、容易でないことは想像がつく。柳沢・金融担当相は3月までにその具体的なスキームを作成したいと言っているが、森内閣がそれまで続くのか、柳沢さんがその時点で大臣を続けているのか、彼の計画を遂行する政治的意志は貫くことが可能かどうかは不明である。

日銀の植田審議委員は5日の日経新聞朝刊とのインタビューで、金融システムの強化の必要要件に関して、「ある時点までに不良債権処理を進めると約束し、問題処理の具体的な仕組みを提示することが大切だ。貸し手の金融機関だけでなく、借り手である企業のリストラが欠かせない」と述べているが、ここまでは誰でも言える。

問題なのは、では誰が不良債権の処理を進めると市場に約束し、貸し手の金融機関だけでなく借り手である企業のリストラを行うかである。メンツや既得権益が関わる問題を誰が差配し、誰がリードするかのめどは立っていない。不良債権処理は基本的には個々の金融機関の経営判断の問題だが、各金融機関から具体的な計画が打ち出されたわけではなく、今のままでは大きく進展する気配はない。

仮に処理のスキームが決まったり、少しでもその方向に動き始めれば市場はそれを評価するだろうが、しかし今の状態ではいつ動き出すのか、そして日本が早急に必要な構造改革がどのくらい進むかには大きな疑問付がつく。

今の政治状況だと恐らく誰が首相になっても新首相は政権基盤の脆弱さに悩むことになるだろう。なぜなら、日本の場合には今政治そのものが55年体制の見直しの中において、一人一人の政治家の位置取りそのものが極めて難しくなっているからだ。こうした中では、政界では政党を含めて集合離散が繰り返される可能性が高い。誰が首相になっても政権基盤が弱いとすると、既得権益構造を壊すのはかなり難しい。総論賛成・各論反対で予算配分の見直しさえ遅々として進まない可能性が高い。市場の悲観論を払拭するのは、かなり難しいと言うことだ。

《 BOJ's misunderstanding 》

2月28日に日銀が実施した

「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、平均的にみて0.15%前後で推移するよう促す」

「公定歩合を、年0.25%とし、3月1日より実施する」

という二つの金融措置は、一ヶ月に二度も公定歩合を引き下げたという意味で日銀の思い入れを感じる事が出来るものだった。しかし、「日銀も機敏に動けることを示したかった」（日銀筋）という狙いは達成したにしても、日本経済が抱える問題に直接的に切り込んだものでは最初からなく、当然ながら市場に先行き楽観論をもたらすことも出来なかった。株価は下げ、円安は進んだ。後者は良いとしても、日銀にとっては公定歩合引き下げ後にかえって株価の下げに拍車がかかったことは意外だっただろう。

しかしこれは市場の人間から言わせればある意味で当然で、日銀がそれを読めなかったとしたら市場の機微が判っていないと言える。日銀は政策発表に関連して

2.日本経済の状況をみると、海外経済の減速や株価下落の影響を受けて、景気回復の動きは一段と鈍化しており、先行きの不透明感も強まっている。この間、物価は弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念がある。

3.今回の措置は、こうした情勢を踏まえ、金融面から景気回復を支援する力をさらに強化するとともに、物価の安定に資することを目的として行うものである。

4.日本銀行は、日本経済が民間需要主導の自律的な回復軌道に復することを目指して、今後とも、機動的・弾力的な金融政策運営に努めていく方針である。

5.日本経済の持続的な回復を確実なものとするためには、金融システム面や経済・産業面での構造改革が不可欠の条件である。日本銀行としては、各方面における構造改革に向けた取り組みが一層速やかに進展することを強く期待している。

との声明を出した（下線は筆者）。これは2月9日の金融政策変更時の声明と比べれば、日銀の景気認識が大きく変化し（これは先週号で詳しく取り上げた）問題の取り組みが日銀だけでは出来ないことを明確にしたもの（28日の声明5に注目）だが、この5に関連した政治の動きは先に指摘したように全く藪の中にある。

「日本経済の持続的な回復を確実なものとするためには、金融システム面や経済・産業

面での構造改革が不可欠の条件」と言った瞬間に、日銀はある意味では金融政策の限界を市場に喧伝してしまった、ということだ。だから、市場の目は一斉に金融システム面や経済・産業面での構造改革に向けたが、ここには市場が安心できる材料はない。

日銀としては当然の指摘をしたまでだ。しかし、問題なのは今改めてこういう指摘を試してみても政治が動けない状況が判っていて、政治からの言質（不良債権の抜本処理に関して）を取れないことである。そうした中で、悪い表現を使うならば piecemeal（細切れ的）で、やや拙速的な行動をとったことには問題が残る。もっと日銀は粘り腰で政治から言質を取ってそれを国民の前に晒すべきだったのではないか。そうしたら、それは一つの政治的力になる。それが出来なければ軽々に動くべきではなかったと言える。

月に2回も公定歩合を引き下げても、日本の市場や企業、消費者の間に経済の先行きに対する信頼感は戻らない。ということは、日銀が出来ることはかなり限定されてきたと言えが故に、残された武器の有効性を高めるためにはその措置に強いメッセージを入れるしかない。措置の有効性はしばしばその措置そのものより、それに込められたメッセージの伝わり方で人々の心理を動かす。そして経済はしばしば、「心理」に大きく依存したものである。

《 BOJ is going to welcome lower YEN 》

進み始めたのは円安である。先週のニューヨーク市場で119円台に軟化。今週週明けの東京市場でも軟調を続けている円相場に関して、日銀の植田審議委員は今後の日銀の金融政策工夫余地に触れた中で

「一つはオペレーションの内容を変えることだ。長期国債の購入額を増やすことも考えられるとはいえ、長期金利は既に1%すれすれだ。日銀が財政赤字を埋め合わせることかという懸念が台頭すれば、国債のリスクプレミアムは高まる。むしろ（円売り介入などで）円安を促し、デフレ圧力を和らげる方が効果的ではないか。これは財務省のオペレーションだが.....」（下線は筆者）

と述べている。これは厳密に言えば1/9の意見だが、自国通貨の価値を維持することが使命の中央銀行家の発言としては極めて異例で、円高歓迎論者である速水総裁が率いる日銀の中で、むしろ今は円安を日本経済の苦境脱出の手だてとして考えようと言う見方が増えていることを意味している。日本では既に財務省が現時点での「円安歓迎」であり、一方アメリカも経済問題担当のリンゼー大統領補佐官の考え方に従えば、市場の圧力によって円が下落することに関しては、一定の範囲においてはこれを許容すると考えられる。

円安がアジア経済に与える影響などを考えれば、関係するすべての当局者が容認できる円安の範囲は120円台だろうが、今の日本の経済情勢や対外収支の動きを見れば、レバトリ（海外展開資金の国内回帰）を除けば、円高要因は少なくあまりなく、時間を置かず

に120円台の展開に移行するものと思われる。

円安の進行にも関わらず、債券相場は高値追いが続くと思慮される。円安見直しにも関わらず、資金が大規模に国外に出る気配はないからで、また一般投資家を含めて株式市場に対する信任がきわめて薄い中では、日本の資金が向かう先は当面債券市場しかない。株価は利回りの見ても債券利回りと競争できる銘柄が増えていることなど、いつ反発してもおかしくない。今の売りには連動債の問題など特殊要因もある。従って、かなり荒っぽい展開になると思われるが、日本経済に出口が見えないうちは基調は弱いと見た方が良い。

デフレは日本で大きな問題となっているが、今年に入っての世界経済全体を見ると、世界のGNPの1位、2位、全体の40%を占める二つの国が、2ヶ月連続して一ヶ月内で2回利下げをした、という点できわめて異例である。恐らく世界の長い歴史の中でも、例のないことだろう。例のないことが行われるときには、例のない事態が起きていると考えるのが自然である。

短期金融市場の金利誘導目標をゼロにする日本の「ゼロ金利政策」が実施されたのは99年だ。日本経済が「デフレスパイラル」、つまり「物価の下落が続き、それが経済活動を弱くし、それでまた物価と経済活動が落ちる悪循環」を絶つというのが目的だった。そのゼロ金利が解除されたのは2000年の8月。「デフレスパイラルは去った」というのが理由だった。しかし、日銀は今回「物価は弱含みの動きを続けており、今後、需要の弱さを反映した物価低下圧力が再び強まる懸念」として再び利下げモードとなった。

筆者は好景気が続いた10年間に全く上がらなかったアメリカの物価も、景気の急速な悪化の中で「下方圧力」を強め始めるのではないかと考えている。なぜなら今の世界は 1) 技術革新が著しく進みモノの値段が下がる構造が出来上がっている 2) 市場経済の拡大の中で、高物価構造を持つ国は途上国の物価水準に鞘寄せを余儀なくされている からである。日本は世界のデフレ前線の中で先頭を走るが、しかし「物価への強い下方圧力」は世界的な現象である。

今週の主な予定は次の通りです。

3月5日(月)	1月勤労統計 米2月非製造業NAPM指数
3月6日(火)	米10-12月労働生産性改定値 米1月製造業受注
3月7日(水)	速水総裁講演 1月景気動向指数 英中銀金融政策委員会 米韓首脳会談(ワシントン) ページブック

	米 1 月消費者信用
3 月 8 日 (木)	2 月卸売物価・マネーサプライ
	1 月全世帯家計調査
	1 月機械受注
	米 2 月主要小売店舗売り上げ
3 月 9 日 (金)	米 2 月雇用統計
	米 1 月卸売在庫

《 have a nice week 》

変な天気週末でしたね。週末のかなりの期間は諏訪に居たのですが、吹雪になったと思ったらからっと晴れたりして、猫の目のように変わる天候でした。

しかし、週末にはとても良い映画を見ました。最も最近に見た「The Heart of Woman」がとんでもなく出来の悪い映画だったので、今度はどうかなと思って見たのですが、終わっても久しぶりに直ぐに立てないくらい良かった。「The Legend of Bagger Vance」というのです。「バガバンズの伝説」という邦題が付いていて、私は新宿中央口直ぐ前の武蔵野館で見ました。

アメリカにおいてはぶんぶんしますが、しかし嫌みはない。落ち着いた、雰囲気のある映画で、映画の中で「field(場)」という単語が繰り返し出てきたせいか、野球の「Field of Dreams」(<http://www.fieldofdreamsmoviesite.com/>)をちょっと思い出していました。その後インターネットでバガバンズのことを調べていたら、「野球には Field of Dreams がある。ゴルフには The Legend of Bagger Vance だ」との解説がありました。監督はロバート・レッドフォード。

主役級の三人と一人の子供の演技がまた秀逸です。女優はどこかで見たな、と思って調べていたらサイダーハウス・ルールに出ていた Charlize Theron。魅力的な女性です。バガバンズ役の Will Smith、そしてボビー・ジョーンズ、ウォルター・ヘーゲンのそれこそゴルフの伝説に挑戦した Matt Damon。それぞれが非常にはまっている。それに、この子もいい。

「Some things can't be learned」「They must be remembered」というのが、この映画のメッセージですが、まあこれ以上書かない方がいいでしょう。この映画のインターネットのサイト(<http://www.cannery.com/thelegendofbaggervance/>)もよく出来ている。暫くすると出てくる「Scrap Book」が実に良い。一枚につき一つの写真が思い出を綴るように各俳優ごとに展開するのです。シーンもふんだん、音楽もふんだんに見たり聞いたり出来る。

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（ 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》