

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1817号 2006年03月06日(月)

## 《 lifting and money mart 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。テーマは日銀の量的金融緩和の解除と金融市場への影響です。

1. 先週金曜日に発表された全国1月の消費者物価上昇率が0.5%と市場予想の0.4%を上回ったことから、日銀の量的金融緩和解除の時期は秒読み段階に入った。解除に対する政府の姿勢はまだ揺れているが、焦点は解除がいつどういう形式で行われるかだ
2. 今週の8、9両日に開かれる日銀の金融政策決定会合の焦点は、景気判断や物価情勢をベースにしながらも、やっと腕のふるいどころを得た日銀が解除後の金融政策をどうスケジューリングし、その政策運営方針をどう打ち立て、それをどう市場と政府に説明するかにある
3. 日本の金融政策は極めて大きな曲を迎えているわけだが、問題は市場が今後どう展開するかだ。既に日本の金融政策の変更予想は、為替市場での時折の円高、債券相場の軟調、そして株価の高値からの修正と相場全般を動かしてきた。世界でもっとも低い金利の資金を提供してきた国の政策変更は、インパクトが大きい
4. 金利の引き上げ時期には金融市場はいつもそれに対して神経質だが、今後も市場はその神経質さを続けるだろう。しかし筆者は、市場が量的金融緩和の解除まではかなり織り込んでいると考える。問題はその後のゼロ金利状態の継続からいよいよ利上げに移る状況をどうダイジェストするかである

まず全国1月の消費者物価の上昇率の中味を少し見ておく。上げ幅は0.5%で、これは市場予想の0.4%を上回っている。予想との乖離はわずかだが、予想を上回ったことが重要である。この0.5%上昇を過去の数字と比較すると、この上げ幅は1998年3月以来で、印象的にはかなり強い心理的影響がある。

0.5%上昇の中味を見ると、原油高の影響が大きいことが分かる。灯油が31.3%上昇したほか、レギュラー・ガソリンも9.4%上がった。プロパンガスなども含めた石油製品全体での物価上昇寄与率は0.37%となった。つまり、0.5%の物価上昇の中味は、もっぱらエネルギー関連製品の価格上昇だということだ。

もっとも、この0.5%の物価上昇率はエネルギー関連商品価格の上昇を主要因とするものの、価格変動の激しい生鮮食品を除くベースで行われているもので、物価の動きの基調部分の変動であることには違いない。日本の消費者物価指数の下落基調が定着したのは1998年の7月からで、年度では2004年度まで7年連続してマイナスで推移していた。しかしようやく、景気の拡大基調の中で日本の消費者物価上昇率は昨年10月にゼロとなった後に、11月と12月がいずれも0.1%のプラスとなっていた。今年1月の比較的大幅な0.5%という上昇率で、ようやく日銀の言う「物価の安定的な上昇」の条件が整った形だ。

この統計を受けた週末のテレビ番組での政府与党当局者の発言は、興味深いものだった。先週の前半でまるで新聞辞令のように「緩和解除容認」の記事が踊ったことを制するように、自民党の甘利明政調会長代理は日曜日のNHK番組で、日銀が3月に量的緩和政策を解除する方向で調整に入ったとの一部情報について、「まだもう少し見極める必要があるのではないか」と述べた。要するに、改めて慎重姿勢を示したということだ。

同政調会長代理は「日銀の独立性は尊重しなければならない。解除せよとか、するなとか言うことではないが、デフレ脱却にきちんとした確信が持てるという判断の下に対応してほしい」とも指摘した。

一方、同じ番組に出演した公明党の山口那津男政調会長代理も「デフレ脱却しきったと言えるかどうかは、もう少し様子を見る必要がある」と述べ、デフレ脱却という判断は時期尚早かとの司会者の質問に対し「そういう印象を持っている」と述べた。

この二人の発言は、先週繰り返し報道された「政府、日銀の量的金融緩和の解除を容認」といった趣旨の報道を打ち消す狙いがあったと思われる。また小泉純一郎首相が日銀の量的緩和政策の早期解除に疑問を呈していることとも関連しているとも思われる。この問題に関しては、自民党の中川秀直政調会長が先週木曜日に広島県福山市内で講演し、「(小泉首相の)この言葉の意味は大きい。政府と十分な意思疎通、連携を取れるよう、(次回8、9両日の)政策決定会合でもしっかり慎重に議論してほしい」と述べていた。

小泉首相がどの程度の思惑をもって「日本はまだデフレ脱却とはいえない」といった量的緩和解除への牽制を行っているのかは不明である。政治家としての本能かもしれない。例えば、先週後半に報じられたように「政府も容認」という状況の中で日銀の量的金融緩和の解除が行われたときには、その後の政策の間違いの責任を政府も一緒に取らされる。「急ぐべきではない」と日銀を牽制しておいた方が良い。

つまり、万が一日銀の量的金融緩和の解除後に景気の悪化などが生じた場合には、「それは日銀のせいだ」と言える状況を作っておく必要があると考えたとも思える。また期末月である3月の解除は牽制しておこうと考えた可能性もある。ある政府当局は、「3月期末を控えた株価への影響や、企業決算への打撃の可能性も考えなくてはいけない」として、日銀に慎重な判断を求めている。筆者も解除は何も期末月にやらなくても、4月で良いのではないかという考え方だ。

## 《 almost discounted 》

8、9日両日の日銀の金融政策決定会合で、量的金融緩和の解除が建議されるのは間違いない。しかし、その時点で直ちに審議委員の意見が一致して、直ちにその場で解除が実施に移されるとは筆者は思っていない。解除手順や解除後の金融政策の目安に関して、日銀の内部でも摺り合わせが終わっていないと思われるからだ。

政府サイドはこの「目安」に関して、「日銀もある程度、展望を示しながら、市場に不安を与えないような方法を考えると思う」(谷垣禎一財務相)と必要性を指摘している。この議論には一定程度の正当性がある。なぜなら、政治家を含めて「量的金融緩和の解除＝金利の上昇」と考えている向きが依然として多いからだ。だから、日銀は量的金融緩和の解除があくまで今までの「異常時対応の金融政策のうち量的対応策」の解除であってゼロ金利解除ではなく、それからの政策は「正常な金融政策への回帰」へのプロセスであり、決して「金融引き締め」でないことを明確に市場と国民に示す必要がある。しかしこの示し方に関しては、日銀内部の意見は一致していない。

物価上昇の目標を数値をもって明らかにするといった「ターゲット論」には日銀内部で忌避感が強い。「物価参照値を提示」という議論もあるが、これでも数値が一人歩きすることに対する懸念は強い。ただし「ゼロ金利を当面は続ける」と声明するだけでは、日銀の解除後の政策の枠組みははっきりせず、市場の不安心理は高まるし、住宅ローンを借りている人、中小企業の有利子負債が多いところは不安だろう。

だから、ゼロ金利を解除する際の枠組みを示す方が市場や国民には親切だ。日銀は量的金融緩和政策の解除に際しては、有名な3条件を示してきた。市場への影響がもっと大きいゼロ金利解除に関しても目安が必要だという議論には正当性、妥当性がある。

さらにここ数日になって、政府サイドから解除後の金融政策運営に関して牽制発言のトーンが強くなってきたことも、日銀の政策判断に影響を与えそう。週末の朝日新聞には、「いざやるとなると、日銀でも緊張感が高まっている」という記事があった。それはそうだろう。世界が注目する中での政策変更である。失敗は許されない。

金融政策の変更、特に結果的に金利の引き上げに繋がる措置については、市場との駆け引きは常に難しいものになる。実際のところ昨年未から今年に入ってから日本の市場を振り返ると、為替市場での時折の急激な円高、債券相場の動揺と軟調傾向の定着、そして株価の高値からの大幅修正と、市場全体が揺れ動いてきた。

世界でもっとも低い金利の資金を提供してきた国の政策変更は、いつでも国際的インパクトが大きい。金利の低い市場というのは、様々な形で世界に資金を提供しているものだ。為替におけるキャリートレードはその典型だが、商品市場まで含めて、市場全体の調達資金の構造を変えろという意味で影響が大きい。

しかし、昨年未の為替の大幅円高、今年に入ってからの商品市場の高値からの大幅反落、その後の落ち着いた取り戻しなど何回かの痙攣を経て、日銀の量的金融緩和の持つ意味合い

の織り込みはかなり進んだと見ている。例えば先週末の外国為替市場での消費者物価指数発表を受けた115円台への円高、その後の急速な116円台半ばへの円安の動きなどは、円相場のレベルについて市場がかなり確信を持ち始めた証拠とも取れる。つまり、「115円台のドルは買いどころ」といった市場のコンセンサスの形勢である。

もっとも、先週末の急速な円高とそれからの円安への揺り返しは、たまたま大きなドル買いが出ただけかもしれない。その後も円安に振れて117円台に進むという動きはなかった。しかし昨年末から今年これまでに何回となく円高を試し、その度にドルの下値を確認するような動きを一定期間続けたことだけは確かである。筆者はそこにドルの底堅さを見る。つまり市場は量的金融緩和の為替市場に対する影響を「既に何度も試した」と考える。ということは、その意味合い、影響をかなり吸収したということである。

こうした状況は、債券市場でも株式市場でも言えると考ええる。日本の株価の調整局面入りは明確である。昨年後半の上げが異常であったこと、それに対する投資家のハイパー心理が行き過ぎであったことは明確で、今年に入ってから株価のもたつきは明らかにその行き過ぎに対する修正の意味合いが強い。その修正の中で何度も株式市場は、「金融政策の枠組みの変更」の持つ意味合いを咀嚼した筈だ。債券市場はと言えば、大きな痙攣もなく枠組みの変更の意味合いを粛々と織り込んできたと言える。商品相場も大きな調整を経験した。つまり筆者は市場全体が解除までは織り込んだ、と考える。

あとは、解除後の政策を日銀がどう公表し、ゼロ金利の解除の展望を市場にどう与えるかである。量的金融緩和の解除については、日銀が枠組みを明確に与えてきた。その理解の仕方には今も議論があるが、一応「三条件」はあった。しかしゼロ金利の解除に関しては条件も何も明確でない。それが明確になる段階で、市場はそれを織り込みに行こうとする。だからここでは不確定要素は残る。

ただし筆者は、量的緩和解除の影響織り込みを行うプロセスの中で、市場はゼロ金利解除を明確に展望し、「ゼロ金利の解除」の方も慎重に行われるという確信を深めたのではないかと考える。インフレの芽が明確に顕在化していない以上、日銀が金利の引き上げを急ぐ理由はない。少なくとも最初の0.25%への引き上げに関してはそう言える。ということは、その間の日本とアメリカ、その他の海外諸国との金利差は縮まらないということだ。とすれば、金利プレーは今まで通り続くことになる。

金利が0.25%に上がったからの日銀の利上げペースはどうだろうか。FRBは同じような異常時金融政策からの「中立への戻し」の過程では、FOMCでの14回連続利上げ決定という離れ業をやってのけた。その利上げはまだ続いている。日銀はどうするだろうか。来年になってからのことだろうが、足早に利上げを来り返すだろうか。または実にゆっくりした利上げペースになるのだろうか。

市場はまだゼロ金利解除後の日銀の政策を想定するところまでいっていない。しかし、この問題は今年の夏頃からは考えねばならないことだとも思う。

今週の主な予定は以下の通りです。

3月5日(日)	中国全人代(～5日) ブッシュ大統領パキスタン訪問(4日～5日)
3月6日(月)	10～12月法人企業統計 米1月製造業受注 I A E A理事会(イラン核開発問題でエルバラダイ事務局長が報告。制裁など具体策の論議開始。) 東シナ海ガス田開発をめぐる日中政府間協議(～7日・北京)
3月7日(火)	2月工作機械受注 米10～12月期非農業部門労働生産性
3月8日(水)	1月景気動向指数(速報) 2月景気ウォッチャー調査 日銀政策決定会合(～9日) 英中銀金融政策委員会(～9日) O P E C総会
3月9日(木)	福井日銀総裁記者会見 米1月貿易収支
3月10日(金)	1月機械受注 1月家計調査(全世帯) 米2月雇用統計 米1月卸売在庫

### 《 have a nice week 》

春が来たような、まだ冬が残っているような。時々雨も降って、ちょっと気むずかしい週末でした。まあ今後しばらくはまだこうした状況が続くのでしょうか。それが過ぎれば春ですが、私は今年は花粉症が出ない。ラッキーです。しかし大変な人もいるのでしょうか。お気を付けて。

ところで、昨日は久しぶりに東京ドームで「デーハミング！」(私にはそう聞こえる)を聞きました。日韓戦を見たのです。皇太子夫妻もご来場されていた。まあでも多くの人が見たのは雅子様のご様子でした。お元気そうでした。5回が終わったところでお帰りになったのかな。私は気が付きませんでした。長島さんも来ていたようです。

ドームのレフトの一角に目立つ人々が。白と青の衣装の応援団。韓国の応援団でした。これがまたまとまった応援をしていた。韓国からも相当来ていたようで、後で聞いたのですがドームホテルは満杯だったそうです。日本はまとまった応援はなし。自然発生的な応援が主だった。

試合は最初は日本が優位。ヒットも日本の方が良く出ていた。しかし、3回だったか二死満塁でのライトライナーを韓国の右翼手が横っ飛び一番取ったところから、試合の流れが変わった。渡辺が出した三つのデッドボールからか、試合の前の韓国チームに対する刺激的なイチローの言葉からか、韓国チームは奮い立っていたように見えた。

見ていて、韓国に二番手のピッチャーが時に85キロといった緩い玉を投げていて、それが非常に効果的だった。日本のバッターが打ちあぐねていた。そのうちに、試合の流れは韓国に。結局はそれまで当たっていなかったアジアの大砲にHRを打たれて逆転。最後のバッターがイチローとは。

球場を見渡して気が付いたのは、特に三塁側（韓国チームサイド）に空席が目立ったこと。一塁側にも少し結構あった。WBCを知らない人も大勢いる中での開催。まあ日本は二位ながらアメリカに行く。この敗戦で日本チームが逆に一つになる、油断が消えるとも思う。だから良かったとも言える。今年の結果から見ると、韓国とは毎年アジアのチャンピオンを争う関係になるでしょう。力はまだ少し日本の方が上に見えるが、拮抗はしている。

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(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。》*