

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1818号 2006年03月13日(月)

《 BOJ changed its monetary policy 》

日銀の金融政策が先週、「量 金利」に戻されました。5年間続いた量的金融緩和（日銀当座預金残高の大幅積み増し政策）の解除決定が行われてその段階的削減が方針として打ち出される一方、無担保コールレートのレベルに金融政策の操作目標が戻された。また、現行のゼロ金利の当面の維持方針が明らかにされましたが、同時に今後のゼロ金利解除に向けての基本的考え方も発表されました。その評価と問題点を取り上げます。

1. 先週9日発表の日銀決定は、筆者にとって二つの点で意外性があった。一つは、まだ異論が多いと思われていた量的金融緩和解除後の金融政策運営の目安について意外にあっさり審議委員間で多数意見がまとまったことと、その目安に数字が用いられたこと。ただし数字の幅が持つ意味合いは今のところ曖昧である
2. 全体的に見れば、今回の日銀の決定は小泉政権サイドの要望と日銀の立場との間に存在する極めて狭いパス（ナロウ・パス）をなんとか作りながら走りきった印象のするもので、その後の市場の反応（まだ短期的ではあるが）を見ても、巧みでアイデアに飛んだ、そして危機管理のある程度行き届いた決定だったと言える。長い目で見る必要があるが、筆者にはグリーンスパン並の政治的臭覚の鋭い日銀総裁が現れた印象さえする
3. 日銀が掲げた数字は、中期的に考える望ましい物価推移の目安としての「前年比0.2%のプラス」というもので、その中心値として「1%」という数値も明示した。この数値は発表時には政治的受容性を高める意味合いを持っているが、後にその解釈を巡って日銀を難しい立場に立たせるかもしれない。「何かのルールで政策が縛りを受けることは排除した仕組み」と福井総裁は言っているが、後々数字が一人歩きする危険性がある
4. 市場の反応は、円安、株高、そして債券相場のやや軟調という反応で、先週の筆者の「解除は織り込み済み」との見方を裏付けるものとなった。ゼロ金利が続くという確信が持てた段階で、それまでの不安感が解けて相場が現在の環境下で本来動くべき方向に動いたのは自然だった。この傾向はゼロ金利解除の3ヶ月ほど前まで続く可能性が強い

日銀政策委員会・金融政策決定会合から出てきた文書は、「金融市場調整方針の変更について」「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」の二つであり、そこでの文章を引用して具体的に政策変更を示すならば

「金融市場調整の操作目標を当座預金残高から無担保コールレートに変更し、同レートを概ねゼロで推移するよう促す」

「政策委員が中長期的に見て物価が安定していると理解する物価上昇率として、消費者物価指数の前年比で0～2%とし、委員の中心値は大勢として概ね1%前後とする。中長期的な物価安定の理解は、経済構造の変化等に応じて徐々に変化しえる性格のものであるため、今後原則としてほぼ一年ごとに点検していく」

というもの。最初が量的金融緩和の解除と政策目標の金利への回帰宣言であり、後者がその政策金利の変更に関わる前提条件設定の部分となっている。筆者は前半の部分については全国1月の消費者物価上昇率が0.5%になった段階で、政策委員会の量的緩和政策解除が賛成多数で合意されるのは確実と考えていた。この点については政策委員の間でも大きな異論はなかったと思う。

やや驚いたのは後者である。量的金融緩和解除後のゼロ金利解除の枠組みに関しては政策委員の間でも大きな異論があったはずで、それは文章派、数値派などと色分けされていた。筆者はこの点での合意形成が容易にはなされず、結果的に量的緩和解除と解除後の枠組み発表は4月にずれ込む可能性が強いと見ていた。

委員がどのような議論を行ったのかは議事録が発表されるまで分からないが、政治にもあそばされる環境から早く脱して日銀主導で金融政策を策定したかった福井総裁の指導力が発揮されたと思うのが自然だろう。9分の1の決定権しかないと言っても、総裁の意向が大きいのはFRBも同じである。

恐らく福井総裁の念頭にあったのは、アメリカの金利も上げ基調の間に日銀の金融政策正常化への第一歩を印すことによって、円相場が思わぬ円高移行にならないようにしたかったことと、政治のサイドからの解除に対する圧力がこの2ヶ月では一番低くなった今がタイミングとして最も良いとの判断があったためと思われる。ほとんどの委員が共有した認識は、「日本のデフレは消費者物価の動きを見ても明らかに終局局面にあり、景気のバランスの良さを見てもこの先再びデフレ環境に戻ることはない」というものだ。そしてこの認識は正しいと考える。

《 well-considered but 》

発表後の政府サイドのコメントも、日銀の立場を容認する方向のものが多かった。小泉首相は「景気回復の足取りがしっかりしてきて、デフレ脱却の兆しが見えてきたと専門家が

判断したのだろう。大変関心のあった問題を十分議論したうえでの結論だから尊重する」と語り、さらに「デフレ脱却に向けて政府と協力する方向で、正常化に向かう金融政策を期待する」と述べた。これは、当面はゼロ金利政策を継続すべきだとの考えを示したものと受け取れる。

一方、竹中総務大臣とともに日銀の量的金融緩和に対して一時非常に批判的な立場を取った自民党の中川秀直政調会長は、「重大な覚悟をもって判断されたと考える」と述べ、新たに示した今後の金融政策の目安については「市場の信頼確保、透明性確保の観点から一つのたたき台として評価したい」と語った。日銀の量的緩和の解除に関しては既に与謝野金融経済大臣などは「日銀の判断でやってもらって良い」との立場を表明していた。政府でわずかに日銀決定に不満を並べたのは竹中大臣だけだった。

このように政治サイドが日銀の今回の決定を比較的好意的に受け入れたのは、景気の回復具合と今後の強さに関して日銀とそれほど認識を異にはしていない状況に立ち至ったこと。合わせて日銀が今後の金融政策の運営に関して、「当面はゼロ金利を続ける」との方針を表明し、加えて飲まないだろうと思われていた数値目標らしきものを示すに至り、印象的には譲歩を示したと受け取られたことが指摘できる。

0～2%というレンジと、概ね中心値として1%（対前年比）とされたゼロ金利の解除条件については議論の余地がある。少なくとも「目安は立った」と考えた向きが多いが、筆者の正直な感想を言うなら、下限がゼロというのはいかがなものかという気がする。その板の一枚下はデフレとも言えるからだ。さらに中心値が1%にあって、上限が2%となったことに関して、「では、消費者物価の上昇率が2ヶ月連続して1%台の後半で上げ基調になったときにはゼロ金利は解除するのか、それとも数字通りしないのか」といった疑問も浮かんでくる。

この点に関して木曜日の午後3時30分から記者会見した福井総裁は、「何かのルールで政策が縛りを受けることは排除した仕組み。（欧州中央銀行が採用しているインフレ参照値とは）概念的に大きく異なる」と強調している。少なくとも日本銀行サイドでは、今回の数値発表はいわゆるインフレ・ターゲット論ではないという立場だ。金融政策では最大限の裁量余地を残したい日銀の意図が伺える。

しかし、例えば消費者物価の上昇率はその範囲内にありながら、日銀が予防的に（preemptively）に利上げをしようとするれば、この掲げた数値がむしろ日銀に対する批判を呼び起こす可能性がある。政府サイドからは「時期尚早」との批判が出る可能性は高い。数値を示しているだけに、批判は強いものになる。福井総裁はそういうリスクをすべて承知の上で、それでも3月に量的金融緩和の解除をするのが正しいとの考え方に立ち至ったのであろう。

では、日銀がゼロ金利を解除するのはいつになるのか。これこそが、今後の市場が一番注目するところだ。マーケットへの影響も一番大きい。

先週末の日経金融新聞などでは「最速で8月」といった記事が載っていた。そうかもしれ

ないが、私はやはり晩秋から冬にかけて、さらには来年の春の可能性もあると思っている。なぜなら、今の世界経済ではインフレの顕在化圧力が戦後のどの景気回復期よりも小さいからである。エネルギー価格の高騰がこれほどインフレ率を押し上げない時期も珍しい。それはやはり、市場経済の拡大による労働供給力の増大、加えて IT を利用した生産性の向上という二つのインフレ抑制要因を今の世界は抱えているからだと思う。従って、「ゼロ金利の解除」が具体的に議論になるのは、夏を過ぎてからだろう。

もっと重要なのは、日本におけるゼロ金利の解除が劇的な日米金利差、日欧金利、加えて日・オセアニア金利差の縮小に繋がるのではない、という点である。いや、日本の金利が上がり始めても、海外諸国の金利はもっと足早に上がるかもしれない。

日本の無担保コールレートが例えば 0% から 0.25% に上がるとする。それはゼロから上がるから心理的インパクトが強いにしても、他国の金利は例えば 5% から 5.5% に上がる過程と重なるかもしれない、ということだ。冷静に見れば、「金利差は拡大している」という局面が今年の夏を過ぎてもありうる。

従って今回も「量的金融緩和 日本と諸外国の金利差縮小」という連想がとんでもない間違いであったように、日本のゼロ金利が解除される段階に置いても、「日本と海外諸国の金利差縮小」と直ちには予測できない面がある。つまり、今回と同じ事が繰り返される可能性があるし、筆者はその可能性の方が強いと思う。

無論海外の金利の上昇が止まり、日本の金利の上昇が始まる段階では日本の海外諸国の金利差は縮小する。ただし、その金利差そのものはかなり依然として大きいだろうという見方に間違いはないだろう。この時点でマーケットはモメンタムを大事にするか、現実の金利を重視すべきかの難しい時期を迎えることになる。

それにしても重要なのは、今回の日本銀行による一連の措置は、日本がデフレ脱却において大きな曲がり角を曲がったということです。人間は同じ現象が 10 年以上続くと、思考回路がそれを前提にできあがる。インフレからデフレになったときも、インフレ的思考を振り切るのに 5 年以上を要した。デフレが終わりインフレ的な時代に入りつつある今を生きている我々は、頭の中にデフレ的思考を残している。

それをどのくらい素早く振り切るかは、市場に対峙するときでも、経営に対する意志決定を行う時でも非常に重要なポイントになると思われる。つまり、再び頭の柔軟性が問われる時期に入ったと言うことである。

《 not too-hot but not too-cold 》

一方アメリカ経済を見ると、先週は一番注目されたのは米 2 月の雇用統計である。マーケットが注目する非農業部門就業者数は 24 万 3000 人の増加と、市場予想の 21 万 2000 人を上回った。普通この数字が予想を上回ると、「米経済は予想外に強い」という判断になって株式などは売られる筈だ。しかし先週は違った。1 月の増加分が当初発表の 19 万 3000 人から 17 万人の増加に下方修正されたため。この合わせ技で、「アメリカ経済は

心配されたほど強いわけではない」との見方になって、株式市場では「not too-hot but not too-cold」ということで株式市場に買いが戻った。

その前の Nasdaq 中心の下げに対する反動もあると思われるので、ややこじつけ的色彩が強いが、それでも株価が一時の下げ基調から反発に向かったことは重要な要素である。雇用統計をもう少し見ると、失業率は4.8%に上昇した。1月は4.7%だった。加えて、時間当たり賃金の伸びは0.3%で、これは1月を下回った。こうした数字を全部勘案した場合に、「アメリカ経済はほどよい強さ」と市場は判断したのである。

今週の主な予定は以下の通りです。

| | |
|----------|--|
| 3月13日(月) | 10~12月GDP(改定値) 1月国際収支 2月消費者態度指数 米サンフランシスコ連銀総裁講演 国連安全保障理事会(イランの核開発問題) |
| 3月14日(火) | 2月首都圏マンション販売 1月鉱工業生産(改定値)・設備稼働率 米第4四半期経常収支(改定値) 米2月小売売上高 米1月企業在庫 |
| 3月15日(水) | 米3月NY連銀製造業景気指数 米ページブック G8エネルギー相会合 |
| 3月16日(木) | 福井日銀総裁講演 新北九州空港開港 米2月消費者物価指数 米2月住宅着工 米3月フィラデルフィア連銀指数 2月北米半導体製造装置BBレシオ ECB理事会 |
| 3月17日(金) | 1月景気動向指数(改定値) 2月日本半導体製造装置BBレシオ 米2月鉱工業生産・設備稼働率 米3月ミシガン大学消費者信頼感指数 |

《 have a nice week 》

寒い週末でしたね。月曜日の講演のためもあって関西に来ていますが、京都の梅の開花が

遅れているとか、いつも2月に終わる冬の魚が今年はまだ手に入るとか、いろいろな異変が聞こえてくる。

二冊本を紹介しましょう。一冊は「投資家のための金融マーケット予測ハンドブック」(NHK出版)です。オフィスの近くにいる優秀な若手が作成した。「金利・為替予測とは何か」から始まって「国内経済の見方」「国内金利・金融政策の読み方」「米国経済の見方」「米国金利・金融政策の読み方」「欧州経済・金融の見方」と続き、次に「アジア太平洋経済・金融の見方」が出てくる。この章はちょっと弱いかな。世界で大きな存在になりつつあるインドが全く抜けている。あとは「商品」「為替」「テクニカル分析」と。インドに興味がある私としては、「入れておいた方が良かったのでは」と思うのですが。今後はこの面での充実を期待したい。

もう一冊は「バーナンキのFRB」(ダイヤモンド出版)です。本の著者名を見たときに、「えっ」と思いました。共著の二人はよく知っているのに、この二人が本と一緒に書くほどの知り合いだと言うことを知らなかったからです。ひょっとしたら加藤君から聞いていたかも知れない。山広君は長くワシントンに居るからずっと会えていなかった。

この本を読む前にバーナンキに関して私が持っていた一番の疑問は、バーナンキはどういう生まれの人なのだろうか、ということです。その人の考え方の源流は、その人の生まれと非常に深い関係がある。だからグリーンSPANを調べたときにも、彼がニューヨークの生まれで、音楽が好きで、数字を異常に覚える人と分かってきたときに、彼のその後の考え方と繋がって面白かった。しかし、バーナンキについては、私の怠慢ですが、まだこの点を調べていなかった。この本はそれを教えてくれた。

付録のコラムも面白い。加藤君の本のおもしろさはこのコラムに象徴される箇所にあるのですが、今回のコラムでは「4」の「FOMC vs 日銀政策決定会合」が面白かった。各理事、審議委員の独立性の程度などに関しては、私も知らないことが多かった。本全体はちょっと急いで書いたのでしょうか、散逸的です。しかし、短時間でよくバーナンキのこれまでの証言をまとめ、ワシントンの第一線で活躍している山広君はこの本にFED取材の現場感覚を持ち込めたと思う。皆さんにお勧めです。

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。》