

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1798号 2005年10月11日(火)

## 《 Is interest rates rising worldwide ? 》

日米欧の金融政策を巡る議論が熱を帯びてきた。原油価格を中心に世界中の資源・商品価格が値上がりし、しかも高値維持の状況が続くとの見通しの中にあって、今までの「デフレの残滓を残した世界各国の物価風景」が、「将来のインフレを予期させる状況」になってきたため。

世界の中央銀行としては、「久しぶりの出番待ち」のところが多くなっている。例えば日本銀行のように。既に連続出演状態のFRBも、さらなる続投（利上げ継続）を真剣に考えざるを得ない状況になっている。今週はこうした観点から、日米欧の中央銀行が置かれた状況を取り上げる。

まず、日米欧の三地域中央銀行の中で、景気の悪さからもっとも利上げにほど遠いと思われていた欧州から、「次の中央銀行の一手は利上げ」を思わせる議論がにわかに沸き起こってきた。種を蒔いたのはトリシェ欧州中央銀行（ECB）総裁で、「当面欧州の利上げはない」と読んでいた外国為替市場の関係者がユーロ・ドル相場を久しぶりに1.2ドルの水準に押し下げた直後の発言だった。この発言を受けて、ユーロは大幅反発。ロイターなどによると、トリシェ総裁の発言内容は以下の通り。

1. 先行きについて ECB では、欧州連合（EU）基準消費者物価指数（HICP）の年間上昇率を、05年は2.1 2.3%、06年は1.4 2.4%とみている。この最新の予想には、かなりの上方修正を加えた
2. ECBの考えでは、現時点では利上げはない。しかし再度言うが、引き続き警戒を怠らない。ECBは事前に何も約束しない
3. 私は金利上昇も利下げも予告しない。現在の金利水準が適切であるという点で全会一致だった。リスクは原油相場だけでなく、すべての商品相場によって増大している。当局は起こる可能性がある二次的効果を、引き続き絶えず警戒していく

この ECB の「インフレ警戒モード」は、程度の差こそあれ、日米の金融当局の姿勢にも相通じるものである。それ故に、アメリカの金融当局であるFRBは過去の過度な緩和策を是

正するために、FF 金利の誘導目標を経済成長率や基調的なインフレ率と整合性の取れる水準までの引き上げる努力を続けている。カトリーナやリタなどのハリケーン被害が出たときには「一時的なポーズ（利上げ休止）も」と思われていたが、最近では「FRB は利上げ継続」との見方の方が強くなっている。この見方にはあとで触れる。

ECB のトリシェ総裁の発言を良く読むと、「今すぐに利上げする」と言っているわけではない。あくまで警戒モードなのだ。しかし、原油高などの基本的な物価情勢の変化の中で、世界各地の中央銀行がデフレ圧力とインフレ圧力の綱引きにおいて、徐々にインフレ圧力が優勢になってきていることを実感している状況が分かる。

トリシェ総裁の発言は、外国為替市場でユーロ・ドル相場を再び1.2ドル以上に押し上げた。ユーロ相場の水準は、ヨーロッパの金利に敏感に反応するのである。一方で FRB の利上げは、米景気の鈍化懸念がある中でも、ドル相場の一段の押し上げに今後繋がる可能性がある。

### 《 looking for a timing for the credit tightening in Japan 》

次に日本を見る。日本の中央銀行である日銀は、今日11日から二日間の日程で政策委員会・金融政策決定会合を開く。福井総裁を含めて、政策委員会のメンバーから量的金融緩和政策の早期解除に前向きな発言が相次いでおり、量的緩和の出口を巡る議論は必ずやテーブルに上げられるであろう。解除時期に関しては、来年の上半期中が予想されており、既に日銀の内部では解除するかどうかではなく、「いかに実施に移すか」の手続き論が議論されていると思われる。

日銀が量的緩和策、つまり通常においては6兆円程度の所要準備額である当座預金残高を30～35兆円に置いている現在の措置を解除する条件については、「消費者物価指数（全国、除く生鮮食品）の前年比上昇率が安定的にゼロ以上となる」に置いていることを既に公表しており、さらにその具体的な条件として日銀は以下の三つを掲げてきた。

1. 第一に、直近公表の消費者物価指数の前年比上昇率が、単月でゼロ%以上となるだけでなく、基調的な動きとしてゼロ%以上であると判断できることが必要（具体的には数ヶ月均して見て確認する）
2. 第二に、消費者物価指数の前年比上昇率が、先行き再びマイナスとなると見込まれないことが必要である。この点は、「展望レポート」における記述や政策委員の見通し等により、明らかにしていくこととする。具体的には、政策委員の多くが見通し期間において消費者物価指数の前年比上昇率がゼロ%を超える見通しを有していることが必要である
3. こうした条件は必要条件であって、これが満たされたとしても、経済・物価情勢によっては、量的緩和政策を継続することが適当で判断する場合も考えられる

日銀による量的緩和解除条件のうち、今年4月に発表された最新の「経済・物価情勢の展望」([http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htm)) や、最近の政策委員の談話、それに政府と歩調を合わせた日銀の「踊り場脱出宣言」などから見れば、第二、第三条件はかなり明確に満たされていると考えられる。問題は、第一条件だ。日本の消費者物価は、直近までの動きを見ると水面には非常に近いが、それでも水面下の推移が続いている。これではまだ解除は難しい。

しかし今週は、日本経済新聞(ネット版)に、非常に興味深い記事があった。

#### 『今年度の物価 0.1%上昇・日銀が見通し修正へ』

日銀は31日に公表する「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」で、2005年度の消費者物価指数(CPI、生鮮食品を除く)について前年度比0.1%下落としていた4月の予測を上方修正し、ゼロ%か0.1%の上昇にする見通しだ。消費者物価が年間でマイナスを脱却すれば、8年ぶりになる。06年度の見通しも、従来の0.3%の上昇から、0.1~0.2ポイント程度引き上げる方向で検討する。

日銀は金融の量的緩和の解除条件として「CPIが基調的にプラスで推移すること」などを挙げている。今回の展望レポートで来年度にかけて解除の条件が整ってくるとの見方を明示することになる。解除時期に関する表現も4月の「06年度にかけて可能性が徐々に高まっていく」からやや強める可能性がある。』

というものである。「2005年度の消費者物価指数(CPI、生鮮食品を除く)について前年度比0.1%下落としていた4月の予測を上方修正し、ゼロ%か0.1%の上昇にする」ということは、第一条件についても日本の経済情勢が「量的金融緩和」という名の超緩和政策が解除される条件が整ってきていることを示している。加えて、「安定的」という意味合いにおける第一条件を考えれば、すべての条件が来年春には揃うと考えるのが自然である。

問題は手順である。手順については、

1. 量的緩和の枠組みの中で、現在30~35兆円の間で維持されている当座預金残高を、本来の所用準備額である6兆円に向けて徐々に減額する
2. 減額する過程で徐々に日本の短期金利はゼロの状態から徐々に上放れするが、それを放置し、2006年の後半には翌日物金利を0.25%に設定できる状態に持って行き、これをもってゼロ金利政策からの離脱と、「有金利政策」への移行とする
3. ただし、どこかの過程で「量的緩和の解除宣言」が行われるべきか、その宣言時期については様々な意見がある(当座預金残高の引き下げを開始した時、かなり引き下げが進んだ時など)

といったところだろう。当座預金残高を現在の30～35兆円から6兆円前後に減らすためには、金融市場の慣らし運転を含めて3～6ヶ月の時間がかかると見られており、その間に解除宣言なしになし崩し的に当座預金残高だけが減額されるというもおかしな話だ。筆者は、例えば当座預金残高目標の下限だけでなく上限も引き下げのような場合においては、日銀はきっちりと「量的緩和の解除」を宣言すべきだと思う。市場は既にそこまでは織り込んでいる。

その後は、物価情勢、経済情勢次第だが日本の金利も正常化後はアメリカと同じように0.25%刻みで徐々に上昇することになる。この上昇は、善し悪しの問題は別にして、ゼロ金利の時期が長かっただけに、日本の金融市場や経済に大きな影響を与えよう。日本の金利が上げ始めたとしても非常にゆっくりしたものだろうが、やはり枠組みの変化の持つ意味は大きい。

外国為替市場では、一時的であろうが円に対して上昇圧力がかかる可能性もある。もっとも、円相場の基調は日本の金融政策の枠組みが変わっても、基調として円安で変わらないと考えているが。

### 《 Fed will keep raising interest rates 》

最後はアメリカだ。株式市場でも為替市場でも、「アメリカ経済の先行き懸念」は強い。日本の株式関係者が常に「日本の株式市場にとってのリスク」という話をするときには真っ先に出てくるのは、「アメリカ経済の鈍化と株価の下落」リスクである。

筆者もアメリカの景気は軟弱な面が目立ちやすい局面に入ったと見ている。ガソリン価格の大幅上昇は、消費が69%を占めるアメリカ経済にとって、「新たに加わった税金」のようなもので、消費心理を冷やすことに間違いはない。加えて、アメリカではFRBの利上げ継続が進む中で、住宅市場の沈静化が進みつつある。アメリカ国民は住宅価格の上昇（またはその見込み）を引き当てに消費をしてきた面があるから、こちら消費を減退させる。実際のところ、小売業界に既に影響は出ている。カトリーナ、リタと続いた今年のアメリカの天災も少なくとも当面は雇用の減退などでアメリカ経済の鈍化に寄与するとの見方が強い。

問題は今回の二つのハリケーンが、アメリカの経済のアキレス腱を直撃したことである。それは、ガソリンなどの供給不足懸念、それに伴う消費の減退傾向だ。これはアメリカ経済にとって大きな問題だ。もっとも筆者は、アメリカ経済は弱点を見せつつも、また成長率を落としながらも、それでも「(アメリカ経済は)巡航速度の成長は維持する」と見ている。増え続ける人口、世界各国から流入する資本など、アメリカが他の資本主義国にない有利な条件も多い。

FOMCもそう見ているようで、FRBは当面利上げを継続するという報道がこの週末のウォール・ストリート・ジャーナルに載っている。その記事の見出しは、「Interest-Rate

Expectations Rise as Fed Picks Up More Signs of Inflationary Pressure」(FRB、インフレ圧力顕現化の中で、利上げスタンス強める) というものだ。

この記事は、「The Fed's inflation hawks are sharpening their talons」(talon とは「特に猛鳥の鉤爪 = かぎづめ)」という書き出しから始まる。ウォール・ストリート・ジャーナルはこの記事の中で、「金融先物市場の相場レベルは、現在 3.75% の FF 金利誘導目標が来年の半ばには 4.5% に達すると予想しているが、実際には FRB はそれ以上の金融引き締めを行うかも知れない」と警告している。

4.5% を上回る FF 金利が果たしてグリーンスパンの言う「中立水準」を上回っているのかどうかは議論のあるところだが、同紙は米金融当局の利上げが続くと予想する根拠としていくつかの要因を挙げている。

第一は、エネルギー価格の基調的とも思える上昇。アメリカで「コアのインフレ率」と言えば、これまでは食料品とエネルギー価格を除外してきた。これは、この二つの品目の上下が激しく、物価を基調的に動かす要因とは見られなかったからだ。しかし、現在のようにガソリン価格やその他の資源価格が基調的に上がると、「これはコアの動きではない」とは言っていられなくなる。

第二に、消費者心理の変化。それは、今までは価格上昇に対する抵抗が極めて強かった消費者が、ガソリン価格の上昇などを見て、「値上げはやむを得ない」との受容的な姿勢に変わりつつあるというのである。ミシガン大学の消費者心理調査でも、こうしたインフレ受容的な消費者の姿勢は出てきている。仮に、企業がこれまで以上に消費者のインフレ受容心理を感知すれば、それは物価引き上げ圧力となる。

第三に、ハリケーンでメキシコ湾岸の精油施設が打撃を受けてガソリン価格が高騰したのが良い例だが、エネルギーや建設資材などの分野で、アメリカ経済における「生産能力の制約 (capacity constraints)」が生じており、これが将来の大きな物価引き上げ圧力になる危険性も指摘されている。

最後に、巨額の財政赤字である。二つのハリケーンがもたらした復興需要は、公共投資の流出との裏返しである。こうした財政の規律の失われかねない状況の中では、FRB は引き締め姿勢を一段と強めるとの見方もある。この記事には、

「The Fed's goal is to get the federal-funds rate back to "neutral," a level that neither stimulates nor restrains demand. Officials don't have a specific figure for neutral; estimates range as high as 5.5%. But Laurence Meyer, a former Fed governor and currently vice-chairman of Macroeconomic Advisers, said the Fed is "at the cusp of having to move from neutral to outright restraint."」

と、「outright restraint」(中立ゾーンへの引き上げを脱した直接的な引き締め) という言葉も登場する。中立ゾーンの上限としての 5.5% はやや高すぎる印象がするが、いず

れにせよ多少の景気鈍化では、FRB の利上げ継続姿勢は当面変わらないというのがウォール・ストリート・ジャーナル紙の見方であり、筆者もこの見方には賛成である。

今のアメリカの金融政策を「引き締め」と表現するのは間違いで、まだあくまで「中立ゾーンへの戻し」だが、マイヤーズ前 FRB 理事が言うように、「FRB は中立から直接的な引き締めに入る入り口にいる」との見方もあながちうがちすぎではない。

今週の主な予定は以下の通りです。

10月10日(月)	スノー米財務長官来日(～11日) 英議会夏休み明け 朝鮮労働党創建60周年記念式典
10月11日(火)	8月機械受注 9月景気ウォッチャー調査 日銀金融政策決定会合(～12日) 郵政民営化関連法案衆議院通過へ (14日成立目指す) FOMC議事録(9月20日分) スノー米財務長官上海訪問
10月12日(水)	福井日銀総裁記者会見 オルソン米FRB理事講演
10月13日(木)	8月国際収支 米8月貿易収支 米9月輸出入物価
10月14日(金)	9月国内企業物価指数 8月鉱工業生産・設備稼働率 米9月消費者物価 米9月小売売上高 米8月企業在庫 米9月鉱工業生産・設備稼働率 米10月ミシガン消費者信頼感指数 (速報)
10月15日(土)	イラク憲法草案国民投票

### 《 have a nice week 》

三日間とも冴えない天気 of 秋の連休でしたね。なんともったいない。まあ天気とは喧嘩できない。先週は狭山にお墓参りに行きましたが、3連休は予定をキャンセルなどして、家の近くで過ごしました。今日も天気が悪そう。

話は変わりますが、先週取材に来た雑誌の編集部の女性から面白い話を聞きました。それは、「女性として子供を産むこと、持つことは素晴らしいことだ」といった記事が有名女性誌に増えているというのです。女性誌なんて読まない私のような人間には全く気づかない点でした。そう思って新聞の雑誌広告を見ていたら、文藝春秋の「クレア」が「母になる！」という大特集をしているのに気が付きました。

なぜ女性編集者とそういう話しになったのかというと、日本の人口減少の話しをしていて、私からアメリカの話しをしたのです。むしろ高学歴の女性の間で、家庭の生活を大事にする事、その中で子供を持つことを美とする考え方が出てきていると聞いたのでそんな話しをしたのです。そしたら、女性編集者が「日本でもそういう傾向があります」と教えてくれた。

そういう記事が増えているからと言って、それが出生の増加につながるかどうかは全く知りません。また私は女性が子供を持つことに関して、特に「べき論」があるわけではない。しかし、なんでもそうですが「貴重なものは、皆が欲しがると人が増える」という考え方で、子供にもそれが当てはまるのではないかと思っている。

少子化、少子化と騒がしいが、騒いでいる間にトレンドが変わってくると言うことはありうる。

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) 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》*