

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1814号 2006年02月13日(月)

《 BOJ will start normalization of its policy 》

今週は日銀の今後の金融政策とそれが市場に与える影響を取り上げます。ポイントは以下の通りです。

1. 先週の金融政策決定会合後に福井日銀総裁が「どの角度からみても比較的バランスの良い姿になっている」と表現した日本経済で、ようやく金融政策が正常化への方向に歩み出す。日銀は遅くとも今年4月には量的金融緩和の解除を決定することになる
2. 解除を急ぐべきでないという一部政府側の見方は、解除後の金利操作に関する日銀の動きを過度に警戒したり、市場の反応を過大に見込んでいる。アメリカの長期金利の動きを見ても、実態経済に大きな影響を与える長期金利が日本の景気を腰折れするほどに持続的に上昇する可能性は薄い
3. 長らく続いた「形」が変わるのに市場が神経質になるのは今に始まったことではない。量的金融緩和が解除されると金利は時間をかけて上がり始める。ゼロ金利に慣れた市場には、当然ながら不安心理があり、この不安感を理由に政界にも「解除尚早論」がある。しかし異常時対応としての量的金融緩和の解除は日本経済の正常化そのものである
4. 市場は、3月3日に発表される今年1月の日本の消費者物価数値に大きな関心を払おう。今の市場予想はプラス0.3~0.4%。福井総裁も「一月分以降の消費者物価指数は比較的是っきりしたプラスになると見込んでおり、次回の会合以降のこうした経済全体を見据えた指数の判断はより重要」と述べている
5. 「量的金融緩和の解除」が具体的にどう行われるかは今後の課題だ。先週の金融政策決定会合では当座預金残高の誘導目標は30兆 - 35兆円程度で、前回の会合から据え置かれた。これを量的金融緩和が開始された5兆円程度まで徐々に減らしていくことになるが、解除の宣言の時期から減額のペースなどは不明だ。この間、短期金利の上げは抑制されるが、長期金利（それを決める債券市場）は時々痙攣し、それが株や為替の市場に影響を与える。しかし長い目で見れば、日本の長期金利の上げ幅は戦後のどの景気回復期より小幅にとどまるだろう

福井総裁は2月9日の決定会合後の記者会見で、「(今の日本経済は)バランスが良い」と述べ、さらに

「生産や企業所得、企業の投資・生産が強く、それが家計部門にまで波及して雇用者所得が増え消費も底堅くなっている。国内経済の循環メカニズムもうまく作動しているため、着実な回復となっている。外的なショックに対しても、より強じんな経済になりつつある」

と述べた。むろん地方経済の中に苦境に直面していることなど、日本経済にはまだまだ模様が見えるし、そこには注意を払わなければならない。しかし日本経済の全体像は、福井総裁の評価通りである。総裁の判断は極めて的を射たものだと言える。その上で総裁は、「経済情勢の分析を加えて判断すれば、物価のプラス基調というのがより強く定着していくという判断が出てくる」と述べている。福井総裁は、消費者物価の2006年からの上昇基調定着に強い確信を持っていると言える。

総裁の言葉を素直に取れば、日本銀行が4月以降も量的金融緩和の解除に乗り出さないと考える理由はない。むしろそれに強い意欲を持っていると読める。「(日本経済は)外的なショックに対しても、より強じんな経済になりつつある」と福井さんが述べているのは、中国やアメリカ経済の変調、さらには原油など原材料価格の一段の上昇などがあっても、日本経済は当面バランスを崩さないという判断があるからだ。今年の春、遅くとも4月の量的金融緩和の解除は既定路線になったということだろう。

《 Japanese economy is in a good balance 》

日銀のみならず、景気に対する政府の判断も引き上げが予想される中で、日銀に量的金融緩和の解除を遅らせようとの勢力は、その根拠を徐々に失っていくだろう。有効求人倍率が1を超え、消費者物価が安定的にプラスで推移し、失業率が低下し、一部都市の地価が大幅な値上がりを示していく中では、少なくとも金融政策が正常化(引き締めではなく)に向かうのは当然であり、データはそれを裏付けている。日銀は外野の声が強まれば強まるほど、その独立性誇示の為に、春には量的金融緩和に踏み切らざるを得ないだろう。

「外野の声」は、異常な状態からの金融政策の正常化のプロセスをよく理解していない。例えば、量的金融緩和が解除された直後から日本の長短金利が大幅に上がるといった間違っただイメージが依然としてある。しかしこれは間違いだ。少なくとも短期金利についてはそうだ。ではなぜ間違っただイメージが生ずるのか。それは政策当局の説明不足もあるし、枠組みが変わることへの不安感もある。

この点は、14回も連続して短期金利を引き上げたにもかかわらずアメリカの政界からほとんど目立った反対意見を浴びなかったFRBの広報戦略が参考になるだろう。日銀としては、「これはあくまで正常化のプロセス」であることを強調すべきだろうし、実際のところ

る、当面の日銀の金融政策変更はいわゆる“引き締め”ではない。

福井総裁は9日の記者会見で今は限りなくないに等しい預金金利に関して、「それほど遠くない時期に復活すると期待して良いか」と質問されたのに対して

「そんなに早く期待していただいて良いというシナリオは持っていない。持続性の強い景気回復は、今後も金融の緩和的な環境のサポートがあって実現しうる面がなお大きい。量的緩和の枠組み修正後、必ずしもゼロ金利でなくても、かなり緩和的な環境で持続的な景気回復の道筋をより固めていく時間というものはある程度の距離があると思っている」

と答えている。つまり、量的金融緩和の解除を行っても金融政策が緩和的であることは変わらないし、その緩和状況はしばらく続けると言っているのである。そしてそれは依然としてデフレ圧力が強い今の世界経済、日本経済が置かれた環境では正しい。筆者が先週書いた中国、インドでの一部セクターでの労働賃金の上昇傾向と、それが世界経済に及ぼすコストプッシュの側面は、恐らく今年の末から来年以降に世界経済の抱えるリスクとして認識されるだろう。それまでは「デフレシナリオ」に現実味が残る。

3月に解除されるか4月に解除がずれ込むかといった議論にはあまり意味がない。筆者はどちらかと言えば4月説だが、それが市場に特に大きな影響を与えるとは思っていない。ただし解除を4月にすることには、「日銀も慎重に決定した」というイメージを振りまくには好都合で、政治的には意味のある決定となる。

「解除」に対する市場の反応は、既に先駆け的に出てきている。先週は債券が売られ、外国為替市場は円高に振れ、株も不安定になった。しかしこれは、「期末接近」という時期的な要因とも重なって生じたと理解することが重要である。期末の特徴は「利の乗っているものは利食う」であり、先週売られた債券、外貨、そして株にはそうした側面があった。今後の市場は3月までに日銀の量的金融緩和の影響を織り込んで、その後は「緩和の解除にもかかわらず、日本の金利上昇ペースは鈍い」という理解のもとに債券高、諸外国通貨に対する円安、そして株高に動く可能性もある。

ただしその頃に、アメリカにおける金利引き上げが少なくとも一服する「日米の金融政策のクロス」が生ずることに関しては、その市場への意味合いを考えておく必要はある。政策がイメージ的にクロスするときには、市場への影響が倍加する可能性がある。しかし、長い目を見た円安というトレンドは変わらないと考える。

《 lower stock prices and higher yen 》

先々週の市場は「日本株高と円安の同居」が特徴だったのに対して、先週の市場はちょうどその逆、つまり「日本株安と円高の同居」だった。期末接近というファクターの中で「日本株安と円高の同居」を考えることも可能だが、株式市場と外貨取引の両方でポジシ

ョンを持っている日本の多くの投資家が、先週半ばにみられたような大幅に日本株の下落に対して、その損失分を外貨ロング・ポジションの手仕舞いで相殺しようとした結果の現象と考えることも可能である。今の日本においては、投資にキーンな人は株と為替の両方にポジションを持っているケースが多いからである。

いずれにせよ、ここ2週間ほどの世界の市場は、今年一年間は続くであろう「High volatility」(高い変動率、急変動確率)な環境を端的に示している。最近急変動した市場としては原油を初めとする商品市場が挙げられる。それまで上げ一辺倒できた世界の商品市場は、先週は大幅な調整に見舞われた。去年の円相場の急騰局面(対ドルで121円台115円台の半ば)でも言えることだが、ドスンと動いた後しばらく止まってまた従来の方角への歩みを開始するという動き。なぜそうなるのか。トレンドは変わっていないのに、今の各市場では時々非常に大きな相場変動が誘発されている。

筆者はこの問題に関して、「世界的な流動性の高まりの中での、高値追い、そしてその後のババ抜き動き」の繰り返しの動きが出ているとみている。要するに流動性過多である時点で行き過ぎた市場が何らかのきっかけで自律反動的な急落に見舞われる。水準訂正が済むと新たな水準でしばらく安定し、そこからまた流動性が動いて自然な方向に相場が戻し、行き過ぎた段階でまた急激な変動に見舞われるという繰り返し。

恐らく相場の変化スピードの速さには市場環境の変化が影響している。株でも為替でも商品でも、今の市場はリアルタイムで誰にでも開放されている。そしてポジションを持っている人の数は桁外れに多くなった。いつ相場に入り、いつ相場から降りるのは相場サイクルの中で一番重要なポイントだが、市場はいつも疑心暗鬼である。よって、「行き過ぎだな」と皆が思いを共通する市場で相場が落ち始めると、その相場下落は加速する。リアルタイムで相場を見ることができる人が一斉にその方向に走るからである。

その典型的な例は、去年の12月の中旬に見られた極く短時間での円高局面だ。私があえてドル安局面と言わないのは、2005年の12月中旬の数日間に起きた円高は全通貨に対して起きているからである。対ポンド、対オージー、対ニュージーなどなど。一人対ドルで生じたのではない。重要なのは、その直前に金利の高い各国通貨に対して、度を越した足早な円安が進行していたということである。204円前後だったポンド・円相場は一ヶ月もしないうちに213円前後まで行った。それを正当化するファンダメンタルズを見つけるのは難しい。「ポンド金利と円金利の差から生ずる収益を多くの人が欲したから。ポンドのロングが対円で欲しかったから」としか言いようがない。

外貨高・円安のトレンドは、その後円急騰の形で修正されるが、この修正の過程で生じた円高がトレンドでなかったことは、12月末から今年にかけてのポンド・円の動きでも明確である。少し揉んだ後、ポンドはその後再び210円台まで上がった。しかし先週再び205円台に落ちた。大きなトレンドは円安だが、その相場変動はノコギリの歯のように危険で、ワイルドである。

今週の予定は以下の通り。

2月13日(月)	12月国際収支 12月鉱工業生産(確報)・設備稼働率 米クリーブランド連銀総裁講演
2月14日(火)	1月首都圏新築マンション販売 米1月小売売上高 米12月企業在庫 EU財務省会合
2月15日(水)	12月景気動向指数(確報) 米2月NY連銀製造業指数 米1月鉱工業生産・設備稼働率 バーナンキ米FRB議長、半期に1度の金融 政策に関する議会証言
2月16日(木)	神戸空港開港 米1月輸入物価指数 米1月住宅着工件数 米2月フィラデルフィア連銀指数 1月北米半導体製造装置BBレシオ ECB理事会 イラン、核問題でロシアと協議 イスラム原理主義組織ハマスが選挙後初の評 議会開催
2月17日(金)	10~12月GDP(速報) 米1月生産者物価 米2月ミシガン大学消費者信頼感指数(1次 速報)

先週の市場の話題は、アメリカでの30年長期債の発行再開でした。再開は長期債需要の強さを端的に示した。利回りは短期金利の代表であるFF金利とあまり変わらず、市況記事には「inversionはしばらく続く」といった記事があったが、そうした中で私が長期債人気を端的に表した表現として気に入ったのは

「Long bond, you don't know how much we missed you.」

というウォール・ストリート・ジャーナルという文章。30年債に対する市場の金利が良く現れている。今週は、金融市場の観点から言うとFRBバーナンキ新議長の最初の議会

証言が注目。民間に下ったグリーンSPAN前議長は既にいろいろ発言しているようだが、バーナンキ新議長は就任式での短い挨拶以外は何もしていない。今頃議会証言の詳細の詰めを行っていると思われるが、米経済に対する見方、金利の先行きに対する示唆、今後の金融政策の運営方法や指針に関して何を述べるのか。注目である。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。毎日のように、そして一日の中でも温度が激しく変化する今年の中。日曜日は夜出かけたのですが、もの凄く寒かった。土曜日は暖かかったのに。ギリシャでもイタリアでも鶏インフルエンザの症例が確認されている。日本でも風邪やインフルエンザが流行っている。ご注意を。

トリノは期待していたのですが、日本勢はちょっと不振ですな。失格者も出だし、頑張ったのに世界の壁に跳ね返された人もいる。負けるにしても、せめて実力を出してからにして欲しいと。それにしても、時差8時間のトリノの五輪は、新聞にとって厳しいですな。朝刊にはほとんど結果が出せない。ネットとテレビの独壇場です。今朝はまた新聞はなし。活字世代にはやはりちょっと寂しい。

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(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。》