

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1852号 2006年11月13日(月)

《 Fukui speaks out.....but 》

今週のレポートでは、「わが国経済の展望と金融政策 きさらぎ会における福井日本銀行総裁講演要旨」(<http://www.boj.or.jp/type/press/koen/ko0611a.htm>)に示された日銀の金融政策運営姿勢についてです。ポイントは以下の通りです。

1. この講演で福井総裁が説明している日銀の政策運営スタンスは、物価の安定を第一の目標とする中央銀行らしく、先行きに対する警戒的な姿勢を一貫して示したもので、中央銀行の根源的役割から来るスタンスとしては当然な面がある。しかし、物価や労働賃金の先行き見通しなどについて言うと、日銀のそれは筆者にとってもやや前のめりな印象がする
2. 全体的に言えることは、福井総裁がここで指摘していることのタイムスパンは、「年内に再利上げはあるのかどうか」といった市場の視点を本来は超えている、または超えるべきものだ、ということ。つまり、そもそも議論をかみ合わせることが難しいことをかみ合わせている面があり、それが両者間の「違和感」につながっている
3. 様々な統計に示される通り日米経済にはかなり強く「一進一退」からさらには「やや減速」の兆しが見えてきており、アメリカの金融政策が様子見になったのと同じような背景から、日本銀行の金融政策も様子見に入っておかしくない状況にあると思われる
4. もしかしたら、日本銀行が気にしているのは「低い円金利故に円相場がドルばかりでなく全通貨に対して安くなっており、これが今後日本の経済運営を難しくする可能性がある」という点にあるのかもしれない。その点で、日銀総裁の講演が「円相場」について「実質実効為替レートは、1985年のプラザ合意直後以来の円安水準」と述べているのは示唆に富むが、やや筋違いな印象もする
5. 総裁は、最近になっての世界的な原油需給の弱まりや、最近の日本におけるガソリン価格低下については触れていない。「フォワード・ルッキングに行動」というのは必要だし、重要なことだが、過去の政策運営手段にとらわれることなく常に「今何が起きているか」を見る姿勢を日銀が堅持するべきではないか

福井総裁の先週のこの講演で一番注目されたのは以下の部分である。

「先行きの金融政策の運営方針については、今ほど述べたような2つの「柱」に基づく点検の結果、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境を当面維持しながら、経済・物価情勢の変化に応じて、徐々に金利水準の調整を行うことが適当であると考えられます。

こうした調整は、中長期的に、物価の安定を確保し持続的な成長を実現していくことに貢献するものと考えられます。実際に物価や経済に問題が起こってから対応すると、調整は急激なものとなり、どうしても景気は波を打つこととなります。ポイントは、そうしたことを避けるために、フォワード・ルッキングに行動していくということです。あくまで、景気を長続きさせるためのものであって、決して成長の芽を摘み取るものではありません。また、これまでも繰り返し説明してきた通り、日本銀行では、予め決められたスケジュールでの金利引き上げは想定していません。金利水準の調整は、経済・物価情勢を丹念に点検しながら、ゆっくりと進めていくこととなります。」

二つの柱とは、「先行き 2007 年度までの経済・物価情勢について最も蓋然性が高いと判断される見通しについて、政策金利に関して市場金利に織り込まれている金利観」と「より長期的な視点を踏まえつつ、確率は高くなくても発生した場合に生じるコストも意識しながら、金融政策運営という観点から重視すべきリスク」だが、この発言が出た直後には日本の債券市場では債券相場が売られ、金利上昇となった。

《 not hitting the target 》

しかし重要なのは、金利上昇が極めて短期間に終わったことだ。ある外資系の証券会社の債券市場レポートには福井発言からあまり時間を置かずして、「福井総裁の前向きスタンスをやり過ぎ債券市場」というような分析が載っていた。日銀総裁の発言が簡単に「やり過ぎ」されるようなことはあまり望ましくない。市場の総裁発言理解が浅いのか、総裁の発言が市場の常識と乖離しているのかどちらかである。

その後についても、日本の金利先行き見通しは少しも「上げ」には向かっていない。例えばこの週末の日本経済新聞の債券市場見通しなどを見ると、

「最近の景気指標の悪化などから年内の利上げへの警戒感は薄らいでおり、長期金利が低下しやすくなっている」

「新発10年債の利回りが1.6%台前半まで低下すると見る向きが多い」

とある。

筆者は、「なぜそうなったのか」について以下のように考える。

1. 「世界経済を全体としてみれば……. しっかりとした拡大を続けていく」という見

通しの「世界経済の動向」部分や、『わが国の景気は、生産・所得・支出の好循環が働くもとで、緩やかに拡大しています。外需の動向が強い追い風となってきたことは間違いのないと思いますが、日本経済の現状について、単なる「外需の恩恵」によりもたらされたものと評価することは適当でないように思います』という部分の「日本経済の現状」部分の見方は、「拡大のペースとその背景」という視点では当たっていると思う

2. しかし、それが「労働力人口が頭打ちとなる中で、雇用者数の増加が続くとすれば、マクロ的な労働需給の更なる引き締めりは避けられません。既にパートや派遣労働者で賃金が上昇し始めているほか、主要企業では正社員を含めて雇用者数をかなり増加させる計画にあります。そうした中で、企業と労働者の行動は次第に変化し、所定内給与を含め賃金の上昇圧力は徐々に高まっていくと想定されます」と断定されると、「そうだろうか」という疑念が沸く。もしそうだとすると、このプロセスは相当時間がかかる変化ではないのか。それは、「企業や家計の物価見通しは上方修正されてきています」という部分でも同じではないのか
3. だから市場は、総裁の言っていることを理解しているにしても、総裁が指摘している事実が実体経済に現れてくるのには時間がかかると見ているし、総裁の「早め早めの市場への警告」は場合によっては「狼少年」になる危険性を孕んでいる、と見ている。それ故に、福井総裁の発言にもかかわらず市場金利は「やり過ぎ」をして、低い水準でもう一度落ち着こうとしているのではないか

ということである。こうした中で筆者が思うのは、「確かに90年代に比べて日本経済が直面する物価上昇圧力は強まっているし、であるが故にゼロ金利からの脱却は妥当だったが、しかし一方ではそれほど世界的に物価上昇圧力が高まっている」と考えるのは妥当にしても、そのタイムスパンは相当長いのではないかと、ということである。

確かにデフレの源と言われた中国や、インドにおいても賃金情勢は一部で上昇に転じている。しかし、全体的に見れば世界の労働賃金全体が上がり始めるところまで行っていない。日本における「今の景気回復に実感がない」というのは個人ばかりでなく、企業もそうなのだ。実感とは、商品の価格や労働賃金を主に指すと考えるのが自然だ。それに「実感がない」ということは、価格、賃金の両方にかかっている上昇圧力は依然として弱い、ということだ。

金融政策を日銀が語る上で一つ気になっているのは、「円相場」かもしれない。福井さんも「実質実効為替レートは、1985年のプラザ合意直後以来の円安水準」と述べている。またこの日曜日の日経新聞には、「対主要通貨 円、軒並み安値圏に」という記事がある。「円安」が徐々に人々の関心事項になってきたことが伺える。もっともドル・円について言うと、110円台の後半に極めて安定した動きを続けている。

円安をなぜ日銀は気にするのだろうか。その一つの理由が、「(円安は)日本の低金利に

よって生じている」という事情は明確だが、日本銀行は「その後」を考えていると思われる。それは、円のキャリートレードがあまりにも円ショートの高が多くなり、そのまま円安が大きく進むと、その後の円相場の上昇が足早になり、「持続的な景気回復が危うくなる」という見通しである。福井さんも、「現状が続いた場合の後の急速な円高の危険性」について触れている。この懸念にはそれなりきの正当性がある。

しかし、先週もイギリスとオーストラリアの金利が引き上げられた。一方で、日本の金利が持続的に上昇するという見通しがまだない。つまり金利格差は大きいままだと予想される。こうした中では次の0.25%やその次の0.25%の利上げで、円相場の水準が大きく水準訂正するとは考えられない。一時的なポジションの巻き戻しで終わりになる。警戒したい気持ちは分かるし、仮に急速な円高が起きたら展望レポートの見通しを変えざるを得ないという警戒感もあるだろう。しかし、円安を自らの金利操作だけで訂正しようとするのは間違っている。むしろ今の日本は、今の円安をいかに国内経済の強さに繋げていくかを考えるべきだろう。

《 yen might be volatile 》

そうした観点から市場を見ると、実際のところ為替市場では「日銀の利上げ」または「その影響」に関して真剣に受け取ってはいないように見える。しかし、円相場がここまで足早に続いてきてポジションの傾きはかなり進んでいるという事実だけは頭に残しておいた方が良さそう。相場を市場理由もなく動かすのは、ポジションの傾きである。

今週の指標で注目されるのは、14日の日本の7～9月GDP統計である。弱い数字が予想されており、もしそうなれば先週の機械受注統計などと併せて、日本の景気の先行きに対する懸念が強まるだろう。先週の後半に既に「日銀の年内利上げ説」は影が薄くなっているが、GDP統計次第では先行き懸念が強まる可能性がある。ただし、市場はこれをかなり織り込んでいる可能性がある。

今週の主な予定は以下の通り。

11月13日(月)

10月国内企業物価指数

10月消費動向指数

9月鉱工業生産(確報)・設備稼働率

BIS定例中央銀行総裁会議

11月14日(火)

7～9月GDP(1次速報)

米10月生産者物価

米9月企業在庫

米FOMC議事録公表(10月24日分)

米セントルイス連銀総裁講演

米ボストン連銀総裁講演

11月15日(水)	米サンフランシスコ連銀総裁講演 9月第3次産業活動指数 10月新築マンション販売 日銀金融政策決定会合(～16日) 米MBA住宅ローン申請指数 米NY連銀製造業景気指数
11月16日(木)	9月景気動向指数(改定値) 福井日銀総裁定例記者会見 ECB理事会 米10月消費者物価指数 米10月鉱工業生産・設備稼働率 米11月フィラデルフィア連銀指数 米11月NAHB住宅市場指数 10月北米半導体製造装置BBレシオ 米クリーブランド総裁スピーチ クロズナー米FRB理事講演 米セントルイス連銀総裁、金融危機に関する パネル討論会出席
11月17日(金)	米10月住宅着工 米クリーブランド連銀総裁スピーチ

《 have a nice week 》

土日はいかがでしたか。私は土曜日は結婚式あり、日曜日は法事ありと、二日ともネクタイを変えただけで黒服の週末でした。日曜日の法事は諏訪であったので行ったのですが、紅葉が実に綺麗でした。「京都はまだ」とかいう記事がありましたが、諏訪はまさかり。目にしみ入るような赤が印象的な場所がいっぱいあった。

ところで、この週末にやっと無線でも有線でも高速ランが走っているところでは、世界中どこでも自宅と同じように全局(杉並ケーブルに入っている)が見られるようになりました。いままでちょっと調子の悪かったロケフリをセットし直したため。

ロケフリを買ったのは、今年6月初めにインドに行く前でした。ワールドカップの日本戦をインドでも見たいと思ったのです。しかしその時は設定が難しくてうまく出来なかった。インドでは結局、現地のテレビ局が日本戦もすべてやっていたから問題はなかったのですが。

帰ってきて設定し直して、自宅の中では無線LAN経由でPCからテレビを見られるようになった。しかし自宅外からはなぜか不調だったのです。どうせ買ったのだから完璧にセッ

トしたいと思ったので、今回ソニーから人に来てもらって土曜日の夕方にセットし直してもらったのです。

デジホームサポートというサービスを申し込んで、技術者に一人来てもらったのです。そしたら説明書にない難しい設定方法を使って設定してくれた。その結果、出先からも PC からコマンドを入れて自宅の杉並ケーブル設置のケーブルテレビ・コンバーターを操作して、チャンネルを変えることが可能になった。

ランを通じてテレビが見られるようになった何の意味があるかという、直ちにそれほどあるわけではない。しかしニューヨークのホテルに居ても、その気になれば日本の全局のテレビをほぼリアルタイムで見ることが出来るということです。地上局は当然、BS1、2でも、WOWOW でも。

今一番楽しみにしているのが、新幹線で無線 LAN がもうすぐ使えるようになるのですが、そうすると新幹線の中でもテレビを見ることが可能ということです。ケーブルテレビ・コンバーターからロケフリに映像を送り、ロケフリが映像をデジタル化してインターネット網に乗せ、それをそれぞれ「ロケーション・フリー」(場所を問わない形)で PC の画面を通じて見るということ。

具体的にどういうメリットが生まれるか、面白いことが出来るのかはこれからの話ですが、「そういうことも出来る」というのがまずは興味深い。それにしても、設定は説明書にない方法で行われた。もっと簡単にならないものか、と思いました。

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。》