

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1860号 2007年01月22日(月)

## 《 flip-flop by BOJ 》

日銀は先週の金融政策決定会合で、マスコミ観測が大きく二転する中、短期金利の誘導目標を0.25%に据え置いた。3人の審議委員の共同での利上げ提案を退ける形での据え置き決定。総裁が「据え置き」を提案し、副総裁二人と審議委員6人のうち3人がそれに賛成したとされる。マスコミ報道としては6:3となるが、3人が「利上げを提案」したことは重要である。

従来、日銀の政策決定権限者の中で「0.25%からの利上げ」にもっとも積極的だと考えられてきたのは、福井総裁と2~3人の審議委員だった。仮に福井総裁が「利上げ」の腹を決めれば、逆に少なくとも6対3、場合によっては8対1で利上げが決まっていた可能性がある。副総裁2人が総裁に反対票を投じることは少ないと見られているし、民間出身の審議委員の何人かは必ず総裁が目指す方向に票を投じるとされるからだ。

市場の人間として今回の日銀の意志決定プロセスで一番違和感を持ったのは、確信的に報道が二度も振れたことだ。最初は「利上げ」に振れ、先週の火曜日からは急遽「据え置き」に振れた。会議を開く前から日銀の誰かがマスコミに「ああだ、こうだ」と喋っているとは思えないような状況があったことだ。「意志決定が決まるまでは何も公表しない」という世界の金融政策運営の原則に沿っているとは思えない。インサイダーの疑いだって生じかねない。

アメリカのFOMCが会合を開くときに、マスコミが「今回はこう」と予想することはあるが、中央銀行サイドからの何らかの情報に基づいてマスコミの報道が波のように「上げる、下げる、据え置く」と揺れることはない。FOMCの決定は、予想はあるが取材は出来ない中で発表される。今回の一連の日銀を巡る動きに違和感を持ったのは筆者ばかりではない。先週の金曜日に見たFTには以下の文章があった。

「Jesper Koll, an economist at Merrill Lynch, said there should be an official inquiry into the leaking and counter-leaking of the bank's intentions during what was supposed to be a blackout period. "This is supposed to be an advanced country," he said.」

日銀のブラックアウトルールは、「：政策決定会合の前後の時期は金融政策マターについ

て発言しない申し合わせ」の内訳として、「各金融政策決定会合の2営業日前（会合が2営業日以上にわたる場合には会合開始日の2営業日前）から会合終了当日（終日）まで（当該会合で「経済及び金融の情勢に関する基本的見解」又は「経済・物価の将来展望とリスク評価」が決定された場合は、その公表時刻まで）の期間は、原則として、金融政策及び金融経済情勢に関し、外部に対して発言しない」とされる。としたら、火曜日の一斉の、そして一転しての「据え置き」報道は、抵触の可能性が高い。

このFTの記事の見出しは、「BoJ seen bowing to political pressure」だった。日銀には厳しいかも知れないが、今回の一連の展開は実際に「政治的圧力があつた」と見えてもおかしくない展開だった。日本の金融政策の異常状態を解消したいと最も考えていたのは福井総裁であり（筆者は少なくともそう考えていた）その第一歩が去年の量的金融緩和の解除、第二歩がゼロ金利解除だとすれば、昨年未からの日銀にとっての課題は経済成長に見合った形での再利上げの実施だったからだ。少なくとも金融市場では、弱い指標故に去年の12月に利上げを見送った日銀が、「今回は引き上げる」という観測が強かった。

日銀に対する自民党・政府の圧力は、ugly という単語を使いたくなる種のものだった。わずか0.25%の利上げが今の日本の景気にそれほど大きな打撃になるはずもなく、日本の金融政策の正常化への重要な次の一歩であり、かつ少し長い目で見れば円相場の極端な下落に歯止めをかけ、さらには利子生活者に朗報をもたらすものであるにもかかわらず、「利上げ 景気への打撃」という既成概念にとらわれて声高だった。しかも、日銀法の改正まで持ち出すげつなさだった。とても先進国政府が中央銀行に対して持たねばならないブルーデンスを心得たものとは言えなかった。

### 《 yen under severe pressure 》

読み筋から言えば、だからこそ日銀は圧力を跳ね返す力が必要だったはずだし、そうすると見られた。しかし「確信的据え置き報道」が流れ出して、金融市場の疑心暗鬼は強まった。この段階で日銀の信頼性はいたく傷ついたと言える。あの種の報道がまことしやかに流れ出すと言うことは、事情に通じた誰かが、総裁や副総裁、それに審議委員の心象の変わり方を事細かにフォローし、それを喋っているということである。そんなことがあって良いわけではない。他の先進国の中央銀行を巡る動きとしては例のない動きだ。

政府・自民党の日銀への圧力は「仮に景気が悪くなったときに、その責任を日銀に押しつける」類の動きともとれたが、尾身財政相が日銀の据え置きを確信したとも受け取れる動きを見せたときに、「据え置き」への大きな流れは決まっていたと言える。その段階で福井総裁も「引き上げ提案」の見送りを決めたのだろう。しかしそれだったら、その前になぜ「確信的な利上げ報道」があつたのか。報道の振れは、また日銀の心象模様の振れが実際にあつたにしてもであつたし、金融政策の信頼性を損ないかねないものだった。

経済統計の読み方にいくつかの余地があること、今後の統計の振れ方に対する不安が残ることは十分頷けるが、去年の展望レポートからの連続性の中で考えるならば、日銀の「引

き上げ見送り」は金融市場の先行きに対する不透明感を一段と強めたと言える。

一説には、日銀の執行部の中に景気の先行きに対する不安が強く、福井さんが「利上げ」から「据え置き」に翻意した背景との見方も聞かれる。今の日本の景気状況から、「先行き不安」があるのは理解できる。また今後発表される消費者物価統計などが原油価格の下落を反映する形でマイナスとなり、「あの時の日銀の判断は正しかった」という見方が台頭する可能性もある。

しかしそれなら、「展望レポートの見方」の修正をキッチリしないと判断の継続性には疑問が付く。今回の日銀の政策運営を巡るフリップフロップは、日銀の金融政策に対する世界の信頼を相当毀損したと言える。世界中のマスコミ報道はそれを物語っている。

日本の金利の先行き低水準維持見通し、日本の金融政策に対する信頼性毀損の中で生じたのは、対ドルで4年ぶり、対ポンドで8年ぶりの円安でした。むろん、ユーロに対しては史上最安値。加速する円安は、今の日本の金融政策が持つ危険性の一つを明確に示していると言える。中国元が切り上がり、韓国ウォンが上昇している現状から考えると、今の円は世界のほぼ全通貨に対して値下がりしていることになる。ドルはむしろ世界の通貨の中では弱い通貨で、ドル・円で為替相場を見続けている日本人はあまり気付かないかも知れないが、今の円安は実に足早だ。

円安は確かに日本の輸出産業を助ける面がある。企業の採算レートが105円とか110円の時に121円台の円安は輸出にとって収益を出しやすい。対ユーロや対ポンドではもっと大きな収益が約束されている。しかし、今の極端な円安は将来の急激な円高の舞台を用意しているとも言える。景気が良く対外収支が黒字であるという客観状況からすれば、日本の通貨である円への圧力としてはファンダメンタルズ・サイドから見て円高だ。今はそれが資本の流出によってバイアスが逆の方向を向いているという状況。

福井総裁が「据え置き」を提案した理由となっている「消費」と「物価」の「幾分下振れ」(18日の記者会見での表現)は、「利上げを踏みとどまる」ほどの重要性を持ったものだろうか。日銀は昨年10月の「展望レポート」で、

- 1 . 先行き 2006 年度後半から 2007 年度を展望しても、内需と外需がともに増加し、企業部門から家計部門への波及が進むも、息の長い拡大を続ける
- 2 . 物価指数に即してみると、2006 年度前半の国内企業物価指数は、国際商品市況高などを背景に、前回の見通し対比上振れて推移している。先行きについては、原油価格をはじめとする商品市況や為替相場にも左右されるが、上昇基調を続けるとみられる (下線は筆者)

という見通しを示したが、今回の「中間評価」でも『先行きは「見通し」に概ね沿って推移すると予想されます』としている。しかし一方で、「ただ、このところ、強弱様々な

経済指標が出ていることも事実であり、今後の経済・物価情勢をさらに見極めていくことが適当との結論に至った次第です」と説明。基本的認識は変えていないが、今はちょっと足下が悪いので、と。しかし、筆者は日銀が強調するフォワード・ルッキングな立場からすれば、「二つの下振れ」をあまり強調するのはどうかと思う。この点は記者の一人も

「ご承知のように、日銀がフォワード・ルッキングな金融政策を採るかぎり今月にも利上げをするのではないかという見立てのもとに、市場は動き、私どもメディアでもそういう報道が相次ぎました。今のお話だと、フォワード・ルッキングという基本方針と、足許を丹念に点検するといういわばバックワード・ルッキングとの整合性について、日銀の外部から見ると、その都度その都度、日銀の主観的な判断で優先順位が左右されているのではないかと受け止めてしまいます。メッセージが上手く伝わらない、あるいは齟齬をきたしているという認識をお持ちですか。お持ちでないとしたら、今のままの説明あるいは情報発信で良いとお考えですか」

と質問している。これに対する福井総裁の答えは以下のようなものだった。

「フォワード・ルッキングなスタンスには、いささかも揺らぎはありません。記者会見の場でも何回かお答えした覚えがありますが、フォワード・ルッキングは、手前の指標を一切無視してただ遠眼鏡で先々を想像によって判断するということでは絶対にありません。経済の判断は、あくまでその時点までに利用可能なあらゆるデータを分析し、そして将来の方向性についてのインプリケーションを引き出し、それを将来の経済全体の姿として再構築しながら判断していく、これがフォワード・ルッキング・プロセスです」

結局両睨みを強調している。「足下が多少ぐずぐずしても、先を見ながら」という本来の、英語で言うところの「forward-looking」の意味合いは薄れてしまっている。筆者には、福井総裁の18日の発言は「forward-looking policy」の後退のようにも受け取れる。

### 《 How forward-looking 》

この問題は、今後の日銀の政策を考える上で重要である。客観情勢を見れば、CPIがマイナスにでもならない限り、福井さんの言葉を借りれば審議委員の中での違いは「丹念に今後の見通しを追求するかどうかという点で、もう今回でその判断は十分できるという方と、さらにもう少し丹念に検討を加えようという方との差」なのだから、容易に次回、2月の会合では利上げで合意できそうである。

しかしそうは簡単に展開しそうでもない気配が残る。金融市場が嫌気しているのは、この摩訶不思議な「気配」である。この週末には自民党の中川幹事長が改めて、「政府と日銀が

マクロの経済目標、政策目標を共有してもらいたい。(利上げを見送ったことについて)政治的圧力とか言われるが、そんなことはない。2月にもそんな議論が行われることは望ましくない。経済財政諮問会議で責任のある議論をしてほしい」と牽制球を投げている。

筆者は1月の金融政策決定会合がこのような不透明な形で終わったことから、今後の日銀の政策の見通しは立てにくくなってきていると考える。本筋では「2月に利上げ」だが、今のところそのことについて確信は持てない。この不透明感がまた円相場を各国通貨に対して下げる展開を招来しているのである。筆者は、まだ円安は続くと思う。日本と他の諸国との金利差は依然として、低金利の円をロングにするには耐え難いほど大きいからである。

それにしても、「<http://www.boj.or.jp/type/press/kaiken07/kk0701a.pdf>」で福井総裁の記者会見要旨を見ながら、「円相場に触れた記者の方が一人もいらっしやらないのは何故だろうか」と考えてしまいました。記者の方には記者会見でもうちょっと幅広に聞いて欲しいと思う。

今週の主な予定は以下の通りです。

1月22日(月)	12月日本製半導体製造装置BBレシオ 12月スーパー売上高 日本郵政公社、投資信託の電話販売開始 米12月コンファランスボード景気先行指標 総合指数 米サンフランシスコ連銀総裁講演
1月23日(火)	ブッシュ米大統領一般教書演説
1月24日(水)	11月全産業活動指数 米MBA住宅ローン申請指数 世界経済フォーラム年次総会(～28日)
1月25日(木)	12月貿易収支 通常国会召集(～6月23日) 米12月中古住宅販売件数
1月26日(金)	12月全国・1月都区部消費者物価 12月企業向けサービス価格指数 安倍総理、施政方針演説 米12月耐久財受注 米12月新築住宅販売件数

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。ちょっと寒かったですね。日曜日は昼前から毎年やっている全日本鍋物研究会の鍋コンテストがあって新宿の東京ガス・ショールームで。第11回。199

7年から続けている。今年も40人以上が参加。順位は決めるのですが、最近珍しい鍋が食べられれば良い、ここでしか会えない人に会えればよいという楽しみに変化。また来年もやりたいと。

ところで、今週末に私のインドに関する本が出版されました。「ITとカ-スト：インド・成長の秘密と苦悩」(ISBN:9784532352417)が日本経済新聞出版社(日経の新しい出版会社)から。インドに何回も足を運び、昨年はNHKの仕事もあって普段では行けない農村まで取材してきたので、伸びる都市と苦悩する農村の両方からインドを見てみました。

いくつかの新しい、日本ではほとんど知られていない視点からインドを見ています。例えば、インドの最大の財閥がなぜイラン系なのか、インドはオリンピックでなぜメダルがほとんど取れないのか、報じられる都市とは別にインドの農村の状況はなぜ惨状を呈しているのか、など。中国に次ぐ次の大国・インド。外交上手の国でもあります。

日本とインドの関係は深まりこそすれ、縁遠くなることはないでしょう。この不思議な国に興味のある方は、手に取って頂ければ幸甚です。

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のですが、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。》*