

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1719号 2004年02月02日(月)

《 FED wants freedom 》

一言で言えば、「FRBは自由が欲しかった」ということでしょう。先週開かれたFOMCでFRBは政策金利を1%という超低金利状態に据え置く一方で、それまで5ヶ月以上に渡って使っていた「for a considerable period」という時間軸の文言を外し、自らを「(利上げを制約する)桎梏」から解き放った。それが直ちに「利上げ」を意味するものではないにせよ、私がかねて主張しているパラダイム・シフトが起きつつあることを示す方向で、だから市場は動揺した。

The Federal Open Market Committee decided today to keep its target for the federal funds rate at 1 percent.

The Committee continues to believe that an accommodative stance of monetary policy, coupled with robust underlying growth in productivity, is providing important ongoing support to economic activity. The evidence accumulated over the intermeeting period confirms that output is expanding briskly. Although new hiring remains subdued, other indicators suggest an improvement in the labor market. Increases in core consumer prices are muted and expected to remain low.

The Committee perceives that the upside and downside risks to the attainment of sustainable growth for the next few quarters are roughly equal. The probability of an unwelcome fall in inflation has diminished in recent months and now appears almost equal to that of a rise in inflation. With inflation quite low and resource use slack, the Committee believes that it can be patient in removing its policy accommodation.

(以下略)

既に一部の方々に文章をお送りしている通り、以上の今回声明文の、前回12月声明文からの変更点は二つ。今回声明文の中の下線を引いた部分がそれに相当し、該当する前回12月の声明では以下のようになっていた。

- 1 . the labor market appears to be improving modestly.
- 2 . the Committee believes that policy accommodation can be maintained for a considerable period.

「1」について言うならば、今回の声明の方が註釈付きながら労働市場の改善を強く示唆している。今回の声明をその部分において翻訳するならば、「新規雇用は引き続き低調ながら、他の指標は労働市場の改善を示唆している」となる。前回は「労働市場はわずかながら改善しているように見える」とだけしていた。明らかに前回の方が改善度への評価において曖昧だ。

「2」は重要である。緩和姿勢の時間軸を今回は外した。今回の声明は「(インフレ率が極めて落ち着いており、かつ設備稼働率が低いなかでは)委員会は緩和政策の打ち切りを我慢できると信じる」となる。前回の声明は「(同)委員会はかなりの期間に渡って、緩和政策を維持できると信じる」となっていた。

「for a considerable period」とは最低3~4ヶ月、長ければ半年を意味する、と見られていた。今回もその文言を声明で採用するなら、FOMCの利上げは「今年前半はほぼない」という見方に傾くところだった。それを「我慢できる(can be patient)」に変えたと言うことは、場合によってはいつでも、つまり次回の会合においても利上げに踏み切りうる状況になった、とFOMCが宣言したに等しい。

「1」について言うならば、FOMCが景況判断、特に肝心の労働市場の動きに対する評価を引き上げるのは二会合連続。昨年10月の声明では「spending is firming, and the labor market appears to be stabilizing(設備投資・支出はしっかりしてきているし、労働市場も安定してきている)」としていた部分を、12月には「output is expanding briskly, and the labor market appears to be improving modestly(生産は活発に拡大してきているし、労働市場は徐々に改善してきているように見える)」とした。

FOMCがいつ利上げに踏み切るかについては、今後の労働市場の動き、インフレ率の動き次第だろう。3月、5月はないと考えられる。米金利先物市場の動きを見ると、今年の6月から9月にかけての利上げを市場は見ているようだ。筆者も早くてそのころだろうと思う。インフレ率や労働市場の今の動向(雇用の海外流出が続く)を見るならば、当面の利上げは時期尚早に見える。「利上げ」で動きうる余地を作ったのと、実際に動くとは違う。

市場の動揺をある程度予測しながらなぜ今回FRBはFOMC声明の文言を変えたのか。それはやはり時間軸を設定していたこと自体が異常なことであり、FRBとしてはそうした状況からなるべく早く脱する必要性を感じていた、ということでしょう。

FOMCの後に発表になった12月の議事録に関するアメリカの新聞報道によれば、FRBは今回の声明文の発表に遡ること6週間前に、既に「for a considerable period」の文言を声明文から落とすことを決めていた、という。

《 need better communications ? 》

FOMC の文言変更は、従来私が主張している「パラダイムのシフト」は起こりつつある、ということの表れだと思う。市場の一部にある、「2004年も引き締めなし」という見方に対しては、私は引き続き懐疑的である。今回の FOMC 声明は、景気判断も前進させた。また、労働市場の改善も指摘している。

今回の FOMC 声明に関しては、声明発表後の市場の反応がやや混乱したために、FRB は「市場との対話に失敗した」という声が聞かれる。先週末に読んだ FT の社説もその立場に立っていた。

FT の社説の見出しは「Fed language shift Us central bankers need better communications」ですから、「もっとうまくできた」と批判していることになる。FT は、中央銀行の仕事というのは、「an art rather than a science (科学というよりは芸術)」と述べているが、それはその言う通りでしょう。また「it can be patient in removing its policy accommodation」という今回の FOMC 声明文が、これまで5ヶ月強にわたって使われていた「policy accommodation can be maintained for a considerable period」という文言に比べて「Delphic utterance」(曖昧表現 FT) というのも当たっている。よって FT はこの社説の最後で

But the challenges facing the Fed should not be underestimated. Tightening monetary policy without disrupting financial markets is a very difficult exercise in which clear communications are of paramount importance.

Although communications policy was on the agenda of this week's longer than usual FOMC, this week's statement showed no sign of any change in strategy.

This is a pity. Central banking may be an art and the Fed may be very good at flying by the seat of its pants. But we live in a scientific and technocratic age in which even central bankers might find advanced avionics can be helpful.

私はこういう意見に一定の理解を示しながらも、でも今回の FRB 以上に誰がどれだけうまく市場とコミュニケーションできたかは確信が持てない、と思っているのです。というのは、経済や市場にとってまず「一定のショック」はそれほど悪いことではないというのが私の意見だし、ショックを避けようにも実は限界があるのではないか、と思う。

繰り返すが、私の今の基本的な認識は10年以上に渡って続いた「デフレ・金利低下」の基本環境から「デフレ収束・金利の上放れ」の時期へのパラダイム・シフトの渦中にあるというものだ。こういう大きなパラダイムのシフトを世の中にいる人全てが理解するには、非常に時間がかかる。

認識力には人それぞれ、大きな差がある。事態を素早く理解できる人間もいれば、実は「ショックが起きて初めて理解できる」人間も多いのだと思う。おそらく FRB がかなり神

経を使ったコミュニケーションをトライしても、それを正確に理解できる人は少ないでしょうし、社会にコミュニケーションをスルーするために時間がかかり過ぎれば、打ち出した措置の意味がなくなる。

surprise とは別の言葉で言えば shock ですが、前者はしばしば賞賛され、日本の経済政策は「surprise がない」と批判される。しかし一方で、「shock」は非難される。実はこの二つは紙一重だと私は思っているのです。ショックを経て初めて政策当局の意図を理解できる人も案外多いのでしょうか。実際に、パラダイム・シフトの時は必ず何回かショックが起きている。94年もそうだった。

世界の主要経済国の中央銀行で、相も変わらず桎梏を嵌めているのは日本銀行です。福井さんは30日に国会で「消費者物価が安定的にゼロを上回る状況で、超金融緩和の解除を考える」と述べ、デフレについては「last one mile 説」を展開した。通信の世界の「last one mile」の話から、「デフレ克服の最後の1マイルが大変だ」と。

「出口論」は盛んだが、日本銀行がゼロ金利政策から脱するのは相当先だ、ということです。で私は、FRB以上に金融政策の変更において「an art rather than a science」が必要なのは実は日本銀行だと思っている。超低金利、ゼロ金利は日本経済に染みついている。これをシフトさせるのは大変でしょう。

〈 G7 on the weekend 〉

今週末に G7 を控えて、世界各国の当局者の口は重くなった。どこからも声が聞こえてこない。こういうときは、中で何かしている、合意形成に向けた努力が払われている、と考えるのが自然である。

各国から最後に聞こえてきた声と言え、アメリカからはスノー財務長官の「次回 G7 の第一の議題は、世界経済の成長加速である」というものだった。つまり、日欧が望む「為替討議」は二の次の問題、と言っているのである。一方、日本は口よりも手が先に出ているようで、「1月の為替介入額は7兆円で月間では史上最高」といった報道が出ている。口を盛んに動かしているのは欧州で、ユーロが1.24ドル台に来た現状では、ヨーロッパが欲しいのは「ユーロが再びドル安圧力の集約点にならない」という点と、「安定保証」でしょう。「利下げも介入も時期尚早」とのドイツ経済相の発言は、必ずしも欧州の総意とは言えないと思える。

結局 FOMC 声明の「for a considerable period」と同様に、前回昨年9月の G7 の文言「flexibility in exchange rates」がどうなるか、が大きな焦点です。筆者はこの言葉は他の言葉に置き換えられるか、そうでなければ今のアメリカで人民元に対する批判が強まっている現状では、よりターゲットを絞った表現が検討されているのではないかと、という気がする。そうなると問題なのは、「flexibility」の対象に円が入るのか入らないのか。日本の通貨当局者としては、欧州の通貨当局者と同じ「安定の対象」の方に円を入れたいでし

よう。

先週の日本の為替市場では、「欧州と日本は対立している」という見方が強かった。しかし、日本も欧州もただ対立してアメリカを利することが賢明でないことは知っているはずだ。それほどあからさまな対立はしないだろう。

今週の主な予定は以下の通り。

2日(月)	米12月個人所得・支出 米12月建設支出 米1月ISM指数(製造業)
3日(火)	1月マネタリーベース 米1月国内自動車販売
4日(水)	日銀政策決定会合(～5日) 米12月製造業受注 米1月ISM指数(非製造業) 英中銀金融政策委員会(～5日)
5日(木)	12月景気動向指数(速報) ECB理事会 米4Q非農業部門労働生産性
6日(金)	1月日銀金融経済月報 日銀総裁定例会見 米1月雇用統計 G7(～7日、フロリダ)

先週発表されて経済指標では、日米とも非常に強いものが多かった。日本では工作機械工業会が発表した2003年の工作機械受注は3年ぶりに前年を26%近くも上回ったことが発表になったし、この増加傾向は2004年も続くとの見通し。また失業率も5%を割って4.9%となった。若年労働者の失業率の高さなど多くの問題はあるが、常用雇用が増えるなど、明るい面も目立つ。日本でまだ弱いのは消費である。

アメリカでは、昨年最終四半期のGDP速報値が発表になった。市場の予想の中心値はプラス4.8%前後だったが、出た数字は4.0%。ニューヨークの株式市場はこれ売り理由にしたが、コンポネンツを見ると消費、設備投資、輸出など主要なセクターの数字はアメリカ経済の力強さを示している。予想外だったのは、在庫の伸びが小さかったことぐらい。

第三・四半期の8.2%という高い伸びが続かないことは予想されていたし、昨年一年間のGDP伸び率3.1%は2000年以来の高い伸び。2002年の年間成長率はプラス2.2%だった。今年一年については4%の伸びが期待されている。後半失速懸念はある

ものの、依然として米経済は強さを保っていると見て良い。

他の指標がそれを示唆している。例えば先週発表分の指標を見ると、ミシガン大学の消費者景気信頼感指数（1月最終調査）は1月に103.8と12月の92.6から大幅に上昇した。これは1月の中間調査の103.2をさらに上回る。消費者は景気に現状においては、先行きにおいても強気だということが示されている。消費者ばかりでなく、企業の経営者も強気だ。シカゴ購買部協会の指数は1月に65.9に上昇した。12月の61.2からの大幅な上昇である。

今週の一番の注目は週末の雇用統計です。依然として米経済のアキレス腱は雇用だからだ。

《 have a nice week 》

週末は二日とも良い天気でした。いかがお過ごしでしたか。ちょっと気づいたのは、先週金曜日に銀座を久しぶりに歩いたのですが、ちょっとびっくりするくらいの「人出」だったことです。私の記憶では、夜の銀座にあれだけ人がいたことはここ数年間ではない。一緒にいた友人も同じ感想だった。

何か大きなイベントがあったのかもしれませんが、店に入っても人は多かった。街を歩いている人を見ると、黒づくめのサラリーマン、それもいい年の人が多かった。夜かなり遅くなっても、酔客は増えていた。「ちょっと変わってきたかな」と思いました。社員がお金を使うことを会社が認め始めた、とも思える。ついですが、土曜日の伊勢丹の人出も多かった。

土曜日はデパートをちらっと見た後、映画を見ました。派手ではないし、あまり宣伝もしていない映画ですが、なかなか良かった。ジンとくる。題名は、Seabiscuit（シービスケット）と言うのです。

映画を見ながらちらちら頭に浮かんできた馬名は「ハルウララ」。しかし、ハルウララと違って、シービスケットは負け馬ではない。はっきり言えば「勝ち馬」です。アメリカで実在した強い、そして大恐慌後の混乱状態で国民の多くが打ちひしがれていた時期にアメリカを勇気づけた馬なのです。

「勝って当たり前」に見える馬ではない。小型で、暴れ馬で、何度も周囲から見放された時期があった。それをこれまたそれぞれ、すねに傷のある人々（馬主、調教師、騎手など）の努力で大人気の馬となってゆく。人気に応える馬です。実話。小説は大ベストセラーだそうです。

見ていて思ったのは、アメリカの映画も徐々に「完璧な英雄」を賞賛するのではなく、何処かに傷のある人物、動物を描くのがうまくなったな...と。この作品もそうです。登場人物（馬を含めて）全員がどこか傷を負っている。時に加害者、時に被害者。ごった煮で生きている世界。ちょっと荒いかな、というところがあるが、総じてうまく出来ている。

「サイダーハウス・ルール」の監督だと後で知りました。これも良い映画だった。日本のハルウララには3月に武豊騎手が乗るといふ。どうせなら、「シービスケット」のようにぶっちぎりで勝って欲しいな。シービスケットは胸のすくような、小よく大を制する素晴らしい馬でした。

最近観た映画では、「ミスティック・リバー」も良かった。韓国映画の「チングノ友へ」を思い出しながら見ていました。人数は違っても、少年達の子供の頃、そしてその後の絡みを描いている。大ヒーローは見飽きただけに、こうした作品の方が見ていて気持ちがよい。

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) 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》