

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1772号 2005年03月28日(月)

《 one-two punch 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 先週の世界の金融市場は、FOMC 声明のトーン変更とその後の消費者物価の大幅上昇に一気に「インフレ懸念」を強めた。言ってみれば「one-two punch」(ウォール・ストリート・ジャーナル)の形。株は世界的に軟調になり、商品相場は総じて大きく下げ、債券は売られ、ドルは上昇した
2. しかし、FOMC は直ちに利上げのペースアップを明言したのではなく、その可能性を示唆したに過ぎない。「measured」の単語は声明に残った。実際に利上げのペースが毎回0.25%から0.50%にアップするかどうかは、今後の物価情勢次第である
3. 高値から反落したものの、原油の高止まりなど今の世界経済にはインフレ・ファクターがあり、それらが着実にインフレ圧力を高めることは予想できる。しかし、一方で生産性の向上、豊富な労働力などデフレ・ファクターもあるというのが、世界の物価情勢である。よって、アメリカの利上げのペースが直ちにアップするとは言い切れない
4. 年金運用などの要因から世界的な長期債需要もあって、長期金利の上げもならばゆっくりしたものとなる。こうしたことから、米金利高を受けた全般的なドル高もそれほど長期化するとは思えない。円は短期的には強くなる場面もあるが、中長期的には引き続き弱い展開か

FOMC の利上げ幅は予想通り0.25%でした。また FOMC 声明の文章の中に残るかどうか注目されていた「measured」(利上げのペースに関する“慎重に”の意味)の単語も残りました。しかし、FOMC 声明を読んだ人の心に残ったのは、「米金融当局は、インフレ懸念を顕著に強めている」であり、その意味で「予想外の FOMC 声明」となって、世界の金融市場は全体として動揺しました。

債券市場ではアメリカを中心に利回りが大きく上昇、指標10年債の利回りは4.6%前後で越週。FOMC 以前は4.5%を下回っていましたから、米長期金利は一段階上の利回り水準に移行した印象がする。

金利上昇を一番打撃として受けたのは、ニューヨークの株式市場です。GM 株の大幅下落などでもともと軟調だったところにこの FOMC による利上げペース加速示唆で、地合いは一段と軟弱になった。ニューヨークの株式市場は、軟弱地合い推移して週を終え、これが世界の株式市場の足を引っ張った。FOMC 声明の枢要な 3 パラグラフは以下の通り。

「The Federal Open Market Committee decided today to raise its target for the federal funds rate by 25 basis points to 2-3/4%.

The Committee believes that, even after this action, the stance of monetary policy remains accommodative and, coupled with robust underlying growth in productivity, is providing ongoing support to economic activity. Output evidently continues to grow at a solid pace despite the rise in energy prices, and labor market conditions continue to improve gradually. Though longer-term inflation expectations remain well contained, pressures on inflation have picked up in recent months and pricing power is more evident. The rise in energy prices, however, has not notably fed through to core consumer prices.

The Committee perceives that, with appropriate monetary policy action, the upside and downside risks to the attainment of both sustainable growth and price stability should be kept roughly equal. With underlying inflation expected to be contained, the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured. Nonetheless, the Committee will respond to changes in economic prospects as needed to fulfill its obligation to maintain price stability.

《 should be kept roughly equal with》

今回声明と前回声明との比較で特徴的な点は以下の通りです。

- 1 . 「Output evidently continues to grow at a solid pace despite the rise in energy prices」と生産の増加ぶりに evidently を使って、米経済の力強さを認定したこと
- 2 . 長期的なインフレ期待は依然として顕現化せず、抑制されているものの (contained)、短期的なインフレ見通しに関して「pressures on inflation have picked up in recent months and pricing power is more evident」と述べて、インフレ圧力の増大を認定したこと

- 3 . 持続的成長と物価安定の上ブレ下ブレのリスクに関して、「the upside and downside risks to the attainment of both sustainable growth and price stability should be kept roughly equal」とし、今までの「to be roughly equal」から変更し、明らかに上ブレのリスクを念頭に置いて、利上げのペースアップを予感させる、そして押さえ込む必要性を感じさせる表現にしたこと
- 4 . しかしながら、上げのペースに関しては「measured」の単語を残し、また長期的なインフレ期待の抑制に言及して、利上げのペースは今後も0 . 25%で進む線が本線であることを示唆した
- 5 . エネルギー価格の上昇に関しては「The rise in energy prices, however, has not notably fed through to core consumer prices.」と述べて現時点での物価への大きな影響は否定し、今後注視すべき問題であるとの立場を表明した

ということです。良くできた声明文だし、声明は市場が一番気にした「measured」も残した。しかしこの声明をまともに読める人だったら、「FOMCの現状認識は前回よりも明らかにインフレ警戒に移ったな」と分かる内容。この辺のFEDの舵取りは微妙です。

前回2月の声明では、生産については「appears to be growing」だったし、インフレに関しては「inflation and longer-term inflation expectations remain well contained」だったから、今回の声明のトーンは大きく変わった。

景気や物価情勢の上ブレ下ブレ・リスクの関しての表現が、今までの「to be roughly equal」(ほぼ拮抗している)から「with appropriate monetary policy action」(適切な金融政策措置を伴って)という表現を加えながらの「should be kept roughly equal」(ほぼ拮抗状態に保たれるべきである)に変えられた意味は大きい。ほっておけば上ブレするから、そこに意思と「適切な金融政策行動」を入れる必要性に言及している。これは明らかに状況の変化次第でより強めの利上げが打ち出される可能性を示唆しているし、その「状況変化の蓋然性」が低くないことを認識していることになる。

FOMCの次の会合は、4月がなくて5月3日です。では、その5月に利上げ幅はどうなるのか。

筆者はこう考えます。今まで通り0 . 25%の引き上げ幅に留まるのか、それとも0 . 50%の上げ幅になるかは、今後一ヶ月の物価上昇圧力次第であると。その意味では、FOMC直後に発表された2月の消費者物価が0 . 4%の上昇で、市場の予想を大幅に上回るものだったことは念頭に置く必要がある。これはもっぱら石油価格の上昇を背景とするもの。

しかしFRBの物価判断は一ヶ月の、一つの統計で決まるものではない。今後一ヶ月ちょっとの間に発表されるいくつかの物価、生産統計を見て今後の利上げ幅が決められることになるう。

債券市場はFOMCの発表直後に大きく世界的に崩れました。しかし、その後の動きを見ると、長期金利が一直線に上がる雰囲気もない。これは従来このニュースで指摘しているように、生産性の向上、人的資源の豊富さ、国際的に激しい競争などのデフレ・ファクターが依然として強いため。

当面は徐々にインフレ圧力が強まる中でも、この両方の圧力が拮抗する局面が続くと考えられる。インフレ圧力が非常に強いときには短期金利の上げ幅と比べると長期金利の上げ幅は増幅されるが、今はそういう状況ではない。長期金利の上げ幅も限定的、抑制的なものに留まろう。

特に日本の長期金利の上げは、一時急になっても、その後緩むといったことの繰り返しになると考えられる。また、世界的な長期債への投資需要もあって、長期金利の上げ幅は圧縮される可能性もある。こうしたことから、米金利高を受けた全般的なドル高もそれほど長期化するとは思えない。円は引き続き弱い展開か。

今週の主な予定は以下の通り。

3月28日(月)	英・独・仏・伊・ベルギー・スイスなど欧州市場、香港市場は休場(復活祭の月曜日)
3月29日(火)	2月労働力調査 2月家計調査(勤労者世帯) 2月商業販売統計 米3月コンファレンスボード消費者信頼感指数
3月30日(水)	2月鉱工業生産 米第4四半期GDP(確定値) 米第4四半期GNPデフレーター(確定値) 米第4四半期個人消費(確定値)
3月31日(木)	2月住宅着工 米2月製造業受注 米2月個人消費・所得 米3月シカゴ購買部協会景気指数
4月1日(金)	日銀短観 3月新車販売 ペイオフ全面解禁 高速道路の料金を平均1割引き下げ 個人情報保護法全面施行 米3月雇用統計

米 3 月ミシガン大学消費者信頼感指数(確報)
米 2 月建設支出
米 3 月 ISM 製造業業況指数
米 3 月新車販売
日本・メキシコ FTA 発効
OPEC、日量生産枠 50 万バレル増産実施

今週の指標で注目なのは、やはり日本の短観とアメリカの雇用統計でしょう。日銀短観については、一時の soft-patch (景気の一時的停滞) 認識の段階から、景況感はかなり好転してきたとの見方が強い。その見方が、短観の集計期日 (もっとも最新部分は 3 月の中旬か) までにどの程度入り、数字にどの程度反映されるのかが注目点。日本経済新聞などによると、主要民間調査機関の予測では大企業製造業の業況判断 D I は平均でプラス 2.3 と、昨年 12 月の前回調査 (プラス 2.2) を 1 ポイント上回るとされる。

この予測通りか、あるいは予測以上に業況判断が大幅に改善されることになれば、先週の利上げに関する FOMC の認識変化によって生じた株式市場の軟弱地合いが変わってくる可能性がある。予想を下回った場合には soft-patch からの回復を巡る議論が再燃する可能性もある。筆者は、最近の街の様子などを含めて、短観はかなり良い数字が出てくるものと考えている。

雇用統計の数字は、アメリカ経済の強さが端的に表れる統計であり、今後のアメリカの金融政策を占う上でも重要である。

《 have a nice week 》

土曜日も日曜日も両親の所に行ったり、外出したりと外に出ましたが、本当に春らしくなりました。ただし桜まではまだ時間がある。私は行けませんでした。年初から予定されていた桜目当てのイベントは、一つ土曜日にセットされていた。しかし今年の開会はまだ先。全くの時期尚早だったということです。

まあ、サクラの開花時期を当てるのはなかなか難しい。確か去年は開化したが、その後凄く寒くなって満開の時期が凄くずれ込んだように思いました。去年のこの時期は中国に行っていましたが、行ったときと帰ってきたときが殆ど同じ桜の開花状態だったように記憶しています。

最近長いレポートが続いたので、今週は短めで。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》