

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1731号 2004年05月10日(月)

## 《 rising interest rates worldwide 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 世界の金融市場では、金利引き締めが鮮明になってきた。実際にその方向で動いている中央銀行、将来の引き締めを予告している中央銀行など様々だが、これを各市場とその参加者は様々な角度からの思惑で受け取っている。値動きから見れば株と債券は世界的に下を向き、外国為替市場では「金利高(予想) 当該通貨高」の展開が全般的に見られる
2. 市場が消化できていないのは、引き締めそのものではなく、引き締めのペース、世界的な金利上昇のペースだろう。FOMCのように今回の金利引き上げが過去とは違ったペースになることを市場に認識させようとしている向きもあるが、「脚気反応」が通常の市場ではまず「急ピッチでの利上げ」への懸念が先に立つ。市場が想起しているのは94年のケース(急ピッチだった)だろうが、この懸念には石油価格の高騰などの客観的な環境も力を貸している
3. しかし、筆者の考え方では今の世界は労働力の供給にしろ、労働生産性の伸び率の高さにしろ、また生産設備の拡大の具合からしても、70年代のような高率のインフレが直ちに発生する可能性は低いというものだ。しばらくすれば、市場の見方もこの方向で固まるだろう。その段階で、今の株安、債券安の市場の流れは逆転する可能性がある。もっとも市場が落ち着くには相当時間がかかるはずだ
4. 日本のそれを含めて、株価は世界的に当面動揺が続くだろう。アメリカや中国の利上げのペースははっきりしないし、イラク人捕虜の虐待問題でブッシュ政権に揺らぎもある。日本に目を転じれば、福田官房長官の辞任に伴う政局の流動化も株にとって優しい環境ではない。しかし、日本もアメリカも既にかなり高値からは反落しており、逆に悪材料が出そろったときに株反転の転機になると思う
5. ドルは当面強含みだと思慮される。アメリカの金融状況は一直線に引き締めに向いている。こうした状況下では、ドルには資金の流れ的に上昇圧力がかかる。無論イラク情勢はブッシュ政権の動揺など悪材料はあるが、アメリカ経済そのものは依然として堅調で、同通貨を支える。ただし、ドルがどこまで高値を迫るかとは不明だ

先週末7日発表の米雇用統計は、それに先立つ4日のFOMCにおける景気、物価の先行き、さらには今後の金融政策に対する認識変更が正しかったことを証明した。後で触れるが、FOMCは金融引き締めへの方向性を明確にした。

4月の雇用統計は、事前の予想では失業率は変わらず、非農業部門就業者数は15～17万人の増加が大方だった。しかし、発表された数字はそれを大きく上回り、米経済の強さを見せつけた。失業率は0.1%（ポイント）下がって5.6%となり、非農業部門の就業者数は28万8000人も増加した。しかもその雇用の増加が非常に広範（米労働省自身が **widespread for the second consecutive month** と言っている）で、製造業部門での雇用の伸び2万1000人と数としては少ないが、それでも過去4年間で最高の伸びだった。かつ、先立つ2ヶ月間の雇用の伸びに関する数字も6万6000人分上方改訂された。

この結果市場で高まったのは、「米の早期利上げ観測」である。フェデラルファンド先物市場を見ると、次回6月29/30日の会合で0.25%の利上げがある可能性を100%織り込む相場水準が示現した。当然この次のFOMCは6月の頭に発表になる5月の雇用統計を見て開かれる。その時点で、先月発表分、今月発表分のような20万人をかなり超えるような非農業部門の就業者数が出れば、「6月FOMCでの利上げの可能性はかなり高くなる」というのが一般的な見方だと言える。

筆者もこの考え方に賛成である。それはFOMCの声明文を読めば分かる。全文はFRB（<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2004/20040504/default.htm>）に譲るとして、前回（3月16日）の声明に比べて主要な違いは以下の通り。

1. 5月の声明は、「**hiring appears to have picked up**」という形で、最近になっての雇用の増加傾向に言及した。前回は「**new hiring has lagged**」（新規雇用は遅れている）となっていた。つまり、FRBが超緩和継続の一つの理由としてきた雇用情勢の改善を指摘した（5月の雇用統計はこれを立証した）
2. 長期的なインフレ期待（米企業、国民の）は引き続き低いままであって高まってはいないと認識した上でだが、今回の声明では「**incoming inflation data have moved somewhat higher**」と足下ではインフレ率が高まりつつあることに触れた。前回の声明では「**increases in core consumer prices are muted**」となっていた。つまりインフレ見通しを厳しくした。物価の番人として身構える必要があるとの認識を示した
3. 前回声明までであった「デフレのリスク」に対する認識を今回は文言の上からも払拭した。具体的には前回3月の声明で「**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**」と、そのリスクは減少したとしながらも「**unwelcome fall in inflation**」（歓迎すべからざるインフレ率の低下）に触れていたが、今回の声明ではた

だ単に「the risks to the goal of price stability have moved into balance.」物価安定という目標に対するリスク（歓迎されざる上昇、または下落）は均衡した、という表現になった。つまり、金融政策を超緩和から中立に戻す（措置としては引き締め）必要性を認めた

であるが故に、前回の声明では「With inflation quite low and resource use slack」となっていたのを今回は「with inflation low and resource use slack」として「quite」を落とし、さらに一番重要なのは「it can be patient in removing its policy accommodation.」（3月声明）と利上げに忍耐強くなれるとしていた部分を、「policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured」とした

わかりやすく言えば、「もうそろそろ利上げする」と言っているのです。FRBとして「利上げを我慢し、忍耐強くなってられる」時期は過ぎた、と。だから、「patient」も削除した。

「policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured.」というの、なかなか翻訳しにくい。「（今後の市場を見て）きっちりと計った形で緩和をやめていく、除去する」ということでしょう。「measured」には無秩序にならず、きっちりと計って、というニュアンスがある。また「is likely to be」には、今後の動きが「こうなるだろう」と予想させる意味がある。この二つの言葉は、1994年の時のような突然に利上げし、その後も市場が驚くようなハイペースの利上げを続ける、というようなことはしない、という決意が伺える。市場に安心して下さいよ、と。

### 《 mart fears rapid rise of interest rates 》

しかし、市場は声明発表当初こそ動揺しなかったものの、その後の動きを見ると「やはり利上げは相当足早なペースになるのではないか」ということを懸念した。その一つの理由は、雇用統計などに見られる経済指標の強さである。ニューヨーク株は、4日の声明発表当初は落ち着いていたものの、週末にかけては大きく下げた。債券相場も下げ足を速め、週末の長期債の利回りは10年債が4.77%、30年債が5.46%の引けとなった。これは、つい最近に比べても1%近い上昇となっている。

FOMCの声明に関しては、発表当初から「今のアメリカ経済の強さに対する認識が薄い」との見方はあった。「FOMCのインフレの先行きに対する見通しは生ぬるい。もっと引き締めが必要」という見方がウォール・ストリート・ジャーナルには掲載されていたし、同紙にコメントを寄せたあるアナリストは、「that was very very benign statement」とコメントした。つまり、生ぬるい、もっとFRBが利上げに積極的にならなければ長期債は買えない、というのだ。長期債はしばしば、行き過ぎくらいの金融引き締めに歓迎する。

では、FRBはいつ利上げするのか。「at a pace that is likely to be measured」と言って

いるのだから、本来は「今後の経済統計を見て、必要性を計りながら」という意味です。しかし、「measured」には「よく推し量って」の意味から「慎重に」という意味合いがある。日本のマスコミはこちらの方を取った。それは間違いではないが、しかし、「measured」というのはあくまでも「経済の実体と整合性のある形で」「先走ったりせず」という意味で、FRB は利上げが正当と見ればする、と考えるのが自然である。

まず言えることは、FOMC の開催日以外の利上げはないでしょう。市場で良く言う「inter-meeting」の緊急措置です。それは「measured」とは言えない。では開催日時ではどうか。さっきも書いたように次の FOMC は 6 月 29 / 30 日です。わたしは次の FOMC で利上げが決まる確率はまだ 5 割だと思ふ。長期金利があがってどうしようもない状況だとするだろう。市場が催促すればする。しかし、今週出るインフレ統計などを見て、FRB としてはあくまでも「measured」な姿勢を貫く、市場に「焦ってやっている」という印象を残さないようにすると思ふ。だから筆者はまだ半々だと思ふ。

4 年ぶりのアメリカの利上げがほぼ確実にあるのは、その次の FOMC がある 8 月 10 日です。「policy accommodation can be removed」と言った手前、あまり「remove」が先になっては声明の信頼性が問われる。「policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured.」という文言に一番合うのは 8 月だと思ふ。

もっとも、6 月にまず上げて、もう一度大統領選挙の直前を避けて 8 月にも利上げという可能性がないではない。

### 《 will be slow 》

問題は、その後の利上げのペースです。94 年の例を取ると、FRB の利上げは著しく足早だった。しかし筆者は、「94 年のケースになることはまずない」という意見です。それは

1. 今の世界経済では、労働力の供給力を見ても、中国、インドなど豊富な労働力を抱えている国は多くあり、それらの国が世界市場への直接的、間接的な労働供給の基地になっている
2. 一方先進国では、アメリカを中心にコンピューターの利用習熟に伴う労働生産性の伸びが非常に高く、これが原材料価格の上昇が最終製品価格の上昇に直ちには結びつかない状況になっている
3. 最終製品の生産設備拡大も、世界的に大きなペースで進んでいる。中国などでは設備拡大のペースに歯止めを掛ける政府の動きが始まっているが、「設備投資」は世界的になお大きなブームにある

など。よって、70 年代から 90 年代の最初の環境下での物価状況とは違う、というのが私の見方である。よって、金利は一端上がり始めても、一直線の上昇はないだろう。

ただし、世界的な超低金利状態が終焉したことに間違いはない。先週もイングランド銀

行は金融政策委員会を開き、政策金利(レポレート)を0.25%引き上げ、年4.25%にした。利上げは今年2月以来、3カ月ぶり。英国では不動産価格の上昇に歯止めがかからないうえ、実体経済の回復も力強さを増しており、英中銀は一段の金融引き締めが必要と判断した。今後も英国の利上げは続くとの見方が強い。

こうした中で、世界の金融市場では、株、債券が当面不安定な動きを続けよう。いずれ企業の好業績とか各国の経済が持つ強さに目がいくと思うが、市場の目がそこに戻るまでは株式市場の動揺は続く。利上げのペースとの絡みで、債券相場の変動も激しいものになる。あまり遅いと、長期債利回りは上昇する。早すぎると、短期金利の上げが加速する。その匙加減は難しい。

ドルは当面は強含みだろう。金利が上昇して格差が出来ると、ドルを物理的に売るコストが高くなる。それは、ドル売りの抑制につながる。ただし繰り返すが、今のドルは状況的には弱みを抱えている。イラクは常にアメリカにとって不安要因だ。ドルは強いが、一直線の上昇は難しい。

今週の主な予定は以下の通り。

5月10日(月)	ユーロ圏財務相会合 B I S 定例会合 フィリピン大統領選挙
5月11日(火)	3月景気動向指数(速報) 3月家計調査(全世帯) 米3月シカゴ連銀製造業指数
5月12日(水)	4月消費動向調査 米3月貿易収支 米4月輸出入物価 米4月財政収支 英中銀インフレ報告
5月13日(木)	4月マネーサプライ 3月機械受注 米4月小売売上高 米4月生産者物価指数 O E C D 閣僚理事会(～14日、パリ)
5月14日(金)	4月景気ウォッチャー調査 米3月企業在庫 米4月消費者物価指数 米4月鉱工業生産・設備稼働率 米5月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報)

### 《 have a nice week 》

長い休みでした。やることがなかったわけではなく、諏訪に行って4日間もフルで御柱祭りに行っていてそれはそれで忙しかったのですが、しかし、日本の連休は全員が休むという奇妙な形。真剣に分散して休んだ方が良いのではないかと、思いました。その方が社会全体の負荷が低下するのに。最近感じているのは、「日本は祭日が多すぎる」ということです。

御柱について言うと、「なんだ、結構行っている人が多いんじゃない」と先週思いました。知り合いが結構行っていたことが先週後半に分かったのです。つい最近飲んだ NHK の友達もそうだったし、西麻布の行きつけの店のご主人もそうだった。あと「私も行きました」と何人かの方からメールを貰った。

週末には菅さんは一日忙しそうでした。午前中だけで二つの番組で見かけました。福田さんが辞めた段階で菅さんは完敗です。あと何をしても駄目。それが政治の力学というもので、それが出来なかった段階で「素人」と呼ばれても仕方がない、と、思いました。

しかし、着地点はまだ分からない。民主党も党の結束をどこで見つけるのか、三党合意をどうするのか。自民党だって6兄弟をどうするのか。民主党が反攻に出ることが出来るとしたら、首脳陣を入れ替えて「さあ、そちらの番」と自民党に改めて出方を聞いた時だけです。

思うことは、これでまた政治家であり続けることの条件が厳しくなったのかな、ということ。昔は政治家のスキャンダルと言えば、金、女性が主だった。しかし今は、場合によってはケアレスなミスで一つの手続きを怠っただけで責任を取らざるを得ない状況に立たされる。どこかの新聞の「政治の変質」とかいう文章が面白かった。

そういえば「消費される政治家」という本があったな。そして、その速度は確実に上がっている。

*《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》*