

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1801号 2005年10月31日(月)

《 Ben was picked up as next chairman 》

今週のレポートは「新議長バーナンキの直面する課題」です。ポイントは以下の通り。

1. 人事やスキャンダルで政権の基盤が崩れ続けているブッシュ政権は、次期FRB議長に下馬評ナンバーワンのベン・バーナンキを選んだ。金融市場の受け止め方も「歓迎」のようで、発表された当日のニューヨークの株式市場は大幅高となった。議会でもあまり時間を置かずに承認されると見られる
2. しかし、来年2月から議長の職責を担うバーナンキ氏の直面する課題は重い。ブッシュ政権がレームダック色を強める中で、既に成長疲労の色合いが濃くなってきているアメリカ経済の舵取りの重さは、過度にFRBにのしかかってくる可能性が高い
3. そのアメリカ経済は、先週のニューヨークの株式市場がダウで100ドルを超える上げ下げを繰り返したように、先行きの景況感が激しく振れている。つまり、楽観論と悲観論が市場で頻繁に交差しているのである。こういう時の金融政策の運営は難しいし、間違いが許されない
4. その中でバーナンキは、「市場出身エコノミスト」として知られ、市場とのコミュニケーションに定評のあったグリーンズパンの後を受けて、アメリカ経済の軟着陸と市場の安定化に努力しなければならない。新議長に対する不安が出るのはいつものことだが、グリーンズパン下の長期繁栄の後を継ぐのは容易ではないと思われる

現在79才で来年の1月末で退任の意向を示していたアラン・グリーンズパンの後任が51才のベン・バーナンキであると発表があったのは、米東部時間の月曜日、日本時間では火曜日の早朝だった。既に米東部時間の月曜朝から「次はバーナンキ、間もなく発表」の情報が流れていたため、火曜日の日本の新聞朝刊にも、「FRB議長、次はバーナンキ」との記事が掲載されていた。

発表の記者会見は、ブッシュが真ん中で左側にグリーンズパン、右側にバーナンキが控え、まずブッシュが喋って、次にバーナンキが喋り、それで終わり。グリーンズパンは一言も喋らなかった。ずっと「次は誰だろう」と見られていたFRBの新議長が下馬評通りのバーナンキに指名となったことで安心したのか、ニューヨークの株式市場はその後に大きく上げた。

バーナンキは最初から候補の一番手だった。金融市場が最初から彼を本命と見なしていた理由は以前書いたように、

1. とかく話が難解といわれるグリーンズパン議長の解説者として市場の信認が厚い市場はバーナンキをグリーンズパン路線の継承者として見ていて、その点で安心感がある
2. ブッシュ大統領は6月に開いたCEA委員長へのバーナンキ氏の就任式で、誕生日を迎えたバーナンキの娘にも祝福の言葉を贈った。ブッシュはバーナンキを側近として認めている
3. 本人も意欲満々で、ワシントン中心部の議会の近くに家を買って、34年ぶりに首都に本拠を置いたプロ野球チーム「ナショナルズ」のファンになった

など。そう言えば、ブッシュも指名記者会見でバーナンキの娘と息子の名前（アリサとジョー）を言っていた。むろん奥さんの名前も。「アン」さんだった。バーナンキの現職、出身地、学歴や経歴を簡単に記すと以下のようなになる。

ベン・バーナンキ（51）

現職 = CEA 委員長

出身地 = ジョージア州オーガスタ市（有名なゴルフ場がある）

学歴 = ハーバード大卒（マサチューセッツ工科大学で経済学博士号）

官職 = FRB 理事（2002～05）CEA 委員長（2005年6月～）

《 will face many problems 》

ベン・バーナンキは、現在79才（1926年3月19日生まれ）のグリーンズパンに比べて28才若い。凄い若返りだと言える。これで恐らく福井さんは世界の中央銀行家の中で一番の年長になった。だからどうということもないが。経緯から言うと、ブッシュはかなり早い段階からグリーンズパンの後任をバーナンキに決めていた可能性がある。まあしかしそれは直ぐには明らかにはならない。記者会見でバーナンキはブッシュの後で喋って、

「"Our understanding of the best practice in monetary policy evolved during Alan Greenspan's tenure at the Fed and it will continue to evolve in the future. However, if I'm confirmed to this position, my first priority will be to maintain continuity with the policies and policy strategies established during the Greenspan years."」

と述べた。前任者を讃え、その政策と政策の枠組みを自分が議長になったとき政策遂行の第一のプライオリティーとする。「ブッシュは、経済学のアカデミズムからも金融のプロ

からも特に賞賛はされないものの、安心コースの人物を選んだ」という評価も聞こえた。

このところブッシュの人事政策は国連大使選任の頃から迷走に迷走を重ね、先週の後半には最高裁判事に指名されたマイヤーズ女史が指名辞退の事態になり、またリビー・チェイニー副大統領首席補佐官が起訴されるという事件も生じている。バーナンキ指名は、失態続きのブッシュ人事の中では、特に大きな難関が待ち受けているとも思われておらず、比較的スムーズに議会承認されるだろう。何よりも、米上院は既に CEA (大統領経済諮問委員会) 委員長などで、バーナンキを過去 3 回も “承認” している。既に 3 回承認した人を、「今回はダメ」とは言いにくい。バーナンキは、内外で評価が高い。

(グリーンスパンの言葉) 「 Ben comes with superb academic credentials and important insights into the ways our economy functions. I have no doubt that he will be a credit to the nation. 」

(ヨーロッパ中央銀行総裁トリシェの言葉) 「 Ben Bernanke is a highly respected central banker, a remarkable economist and a man of experience. I will be very happy to have the possibility to develop with him the same highly close and fruitful cooperation, and enjoy the same confident and friendly personal relationship that I had with Alan Greenspan. 」

グリーンスパンは、バーナンキ選出でブッシュの相談を受けたと思われるので賞賛して当然だが、歯に衣着せぬトリシェの発言はバーナンキにとって心強い。

しかし、今考えただけで彼が直面するだろう課題は多い。今週は今年あと 2 回しかない FOMC が開催される。バーナンキが議長になるまでには今週 1 日の FOMC を含めてあと 3 回 (12 月は 13 日に、来年の 1 月は 31 日に) 行われる。バーナンキが新議長になって開かれる最初の FOMC は 3 月 28 日である。今の FRB のスタンスでは 11 月 1 日の FOMC を含めてあと 3 回の利上げがありそうだ。今週でアメリカの短期金利誘導目標は 4% に達し、あと 2 回だと、バーナンキが新議長になる来年の 3 月には、アメリカの短期金利誘導目標は 4.5% になる。かなり高い。

問題は、原油価格高騰の中で打撃が予想されている消費が、今年第三・四半期のように旺盛でアメリカ経済を支え続けているかどうか分からない点にある。分からないから、ニューヨークの株式市場は不安定になっている。しかし、一方でバーナンキになったとたんに利上げを止めるというのも、今既にある「バーナンキはインフレに対してハト派」という見方を強めかねない。とすると、グリーンスパンからバーナンキにかけての橋渡しでは、市場の心理を冷徹に読んだ「仕掛け」や「対話」が必要になるはずだ。例えば、今年の残る 2 回か来年の最初を利上げスキップして、3 月に利上げを実施するとか。

グリーンスパンは市場との「対話」や「仕掛け」、そして時には「はぐらかし」が実にうまい議長だった。タウンゼント・アンド・グリーンスパンという民間調査会社のパートナー

として、民間企業や市場を知り尽くしていたからである。バーナンキはグリーンSPANと同じように大統領経済諮問委員長を経験しているが、もともとは「生涯一学者」が目標だったとも言われる。グリーンSPANのように共和、民主の政権の違いを超えて政界から高い評価を受けるかどうか不明だ。

《 inflation-targeting 》

バーナンキは具体的に金融市場操作、経済政策運営、中央銀行の責務と市場操作に関してどのような考え方をしているのか。筆者もまだ彼がFRB理事だったころの文章をいろいろ読んでいる最中で確たる事は言えない。言えない上に、書かれたものは彼がまだFRB議長になっていない頃のものである。実際にその立場にならないと出てこない特徴というのがその人その人にはある。グリーンSPANに今は誰もが賞賛する「言葉使いのマジック力」があるとわかったのは、彼が議長を暫く続けた後だった。バーナンキが実際の議長としてどういふ言葉を使い、市場とどう対話するかは不明だ。

加えて、「危機に直面したときの当局者の能力」は、実際にそれが起こってみないと分からない。グリーンSPANがブラックマンデーの時に出した短い声明に関しては、その後日談としていろいろなことが書かれているが、あのような単純明快な声明にするに当たっては、最後にはグリーンSPANの個性が強かったと言うことが明確だ。バーナンキもその意味では、アメリカ経済が危機に立ち至ったときに、初めて市場から試される筈だ。

その前提に立った上で、しかしバーナンキの基本的な考え方がどのようなものであるかは把握しておく必要がある。その点で一つ非常に参考になるのは、2000年1月05日、グリーンSPANがまだ73才の頃にウォール・ストリート・ジャーナルにバーナンキ（当時の肩書きは「プリンストン大学ウッドロー・ウィルソン研究所の教授」とある）も参加してウォール・ストリート・ジャーナルに寄稿した

What Happens When
Greenspan Is Gone?
January 5, 2000

「グリーンSPAN後に何が起きるのか」という文章だ。その全文は最後に参考として添付しておいたが、一言で言えば「グリーンSPAN下での米金融政策の目覚ましい成功」を継続し、その成果を更に育むためには「インフレ・ターゲティングとして知られるフレームワークを米金融政策にも導入することである」と主張している。この論文こそ、バーナンキを「インフレ・ターゲット論者」と見なす根拠の一つとなっている。

彼は他の同僚とともに、「日本を除く世界の主要経済国の大部分で最近数年間に採用され、大きな成功を収めている」と述べた上で、この政策は低インフレに対する中央銀行サイドの前向きな金融政策フレームワーク (a forward-looking pursuit of low inflation)

であり、よりオープンで頼れる政策決定プロセスであると主張し、その前提として「通常2%前後の明示的なインフレ率目標値を国民に約束する」「中央銀行の出来具合を検証出来るよう十分な情報を開示する」ことが必要としている。

バーナンキも加わったこの論文は、インフレ・ターゲティングのメリットとして以下の点を挙げている。

1. 物価安定の約束を、FRB 議長の個人的な志向・嗜好から、国民に約束した政策に変えることが出来る。具体的に言えば、グリーンSPANの政策アプローチの非個人化 (depersonalizing) であり、制度化 (institutionalizing) である
2. インフレ・ターゲティングの明示性・透明性により、政治家や一般国民は金融政策で何が出来るかに関心をもっと集めることが出来る
3. 政策の透明性故に、金融市場と経済の先行きに対する不安感は減少する
4. インフレ・ターゲティングはことさら物価下落の恐怖に対する良い保険になる。
1930年代や最近の日本で見られように、デフレはこれまでずっと、深刻なりセッションやデプレッションと平行して起きる。インフレ・ターゲット論者がこれまでしてきたように年間インフレ率をゼロより上の2~3%の上に置けば、中央銀行は物価水準の下にフロアを維持することが出来る

などと主張している。そしてこの論文は最後をこう結んでいるのである。

「Mr. Greenspan's reappointment should not make us complacent about the future of Fed policy. On the principle that it is better to fix the roof when skies are sunny, the Fed should announce its intentions to establish a more open policy framework now, rather than waiting to be confronted by difficult policy decisions. An explicit commitment to inflation targeting would increase the odds that those decisions would be the right ones, and that they would receive public support--whether or not Alan Greenspan is chairman of the Fed.」

つまり、バーナンキは少なくとも学界にいたときには、グリーンSPANの次の議長はグリーンSPANのようにカリスマにはなり得ないのだから、金融政策運営の一つのツールとして目標インフレ率を明示する「インフレ・ターゲティング」を採用しろと主張したことになる。

この論文が切っ掛けになったのかは知らないが、日本がデフレに苦しむ中で、このインフレ・ターゲット論は日本でも大きな議論になった。日銀は一貫してインフレ・ターゲット論を退けている。そのことには今は触れないが、アメリカの中央銀行の総裁に積極的なインフレ・ターゲット論者が登場したことは、バーナンキが当時の主張をそのまま続けること

はないにしても、世界中で推奨される中央銀行の金融政策手段となる可能性があるに関心を寄せておく必要があるだろう。

筆者はインフレ・ターゲット論には非常に興味深いアイデアが含まれていると思う。金融政策を非個人化 (depersonalizing) 制度化 (institutionalizing) するというのも意味があることだと思う。しかし、そのインフレ率の目標値を設定するとして、

- 1 . 日本のどのインフレ数値が現状の経済の実態を表しているのか非常に今は不安である。日本のインフレ統計の瑕疵が最近目立っている中での採用は問題がある
- 2 . 常に想定外の事態が起きる経済・金融市場において、金融政策をあまりフォーマット化することが、逆に緊急時対応を遅らせはしないか。つまり、物価統計というものが集まる時間もないときにどうするか

など、考えねばならない問題を数多く抱えていると思う。いずれにせよ、バーナンキの課題は、利上げをどこまで続けるのか、利上げの必要性和アメリカの景気鈍化が同時に起こったときにどう対処するのか、政権との距離をどのように取るのか、市場との対話をどのような形で続けてグリーンズパン時代と同様に危機をいかにして防止するか、など問題山積だ。

《 It's a topsy-turvy market 》

先週のマーケットの特徴は、特にニューヨークの株価が不安定だったことである。100ドル以上のダウ平均の上げ下げを繰り返した。週末は7 - 9月の米GDP統計を好感して今年2番目の大幅な上げを記録した。しかし、その上げでも株価はここ数週間を見てもあまり上がってはいない。市場参加者にとっては、「この上げが次に繋がる」と考えた直後にまた大きく下がる、というフラストレーションのたまる市場だった。

何故大きく上げ下げを繰り返すのか。上げ基調の市場というのは、じわじわと買いが集まるので、あまり大きくない上げを続けるケースが多い。今の大きく上がったり下がったり連続は、相場観が激しく対立する状況になっていることを示している。ウォール・ストリート・ジャーナルはそれを指して、「a topsy-turvy market」と言っているが、それは「混乱した、乱れた、めちゃくちゃの市場」という意味である。

恐らくこのような状況は続くだろう。7 - 9月期の米GDPは3.8%の伸びと市場の予想を上回ったばかりでなく、第二・四半期の3.3%の伸びを上回った。ハリケーンが相次いだため個人消費(米経済の69%を占める)中心に落ち込むのではないかと見られていたが、旺盛な国内需要がそれを吸収した。7 - 9月の実質経済成長率は、CEAが潜在成長率と見る3.2%を大きく上回っている。株がこの統計を好感したのは、ある意味で自然だ。

しかし、その上げが続く保証は何もない。そこが問題なのだ。米長期金利は、先週の引けでは10年債利回りが4.573%とかなり上がってきており、30年債の利回りは4.

775%に達した。「長期金利の上昇、それに短期金利のFRBによる引き締めでいつか米経済はスローダウンする」との見方は強い。それが株を下げる。こうした状況は、今のアメリカ経済が非常に不安定な時期に入ったことを示している。加えてブッシュ政権も不安定だ。市場もその不安定感を映した展開になろう。

今週の主な予定は以下の通り。

10月31日(月)	9月住宅着工 9月建設工事受注 日銀政策決定会合 福井日銀総裁記者会見 米9月個人所得・支出 米10月シカゴ購買部協会景気指数
11月1日(火)	10月新車販売 米9月建設支出 米10月ISM製造業景気指数 米10月自動車販売 米FOMC
11月3日(木)	東京株式市場休場(文化の日) 米第3四半期非農業部門労働生産性 米10月ISM非製造業景気指数 米9月製造業受注 米9月中古住宅販売 ECB理事会 ファーガソン米FRB理事講演
11月4日(金)	9月家計調査(全世帯) 米10月雇用統計

《 have a nice week 》

またまた週末はあまり良い天気ではなかったですな。しかし秋は深まりつつある。先に蓼科と霧ヶ峰で見た紅葉はかなり降りてきているのではないかと。そう言えば、日光が今は紅葉のピークで徐々に山を下りてきていると新聞で読みました。

ところで、週末には良い映画を見ました。といっても、ちょっと古い映画です。「Smoke」(スモーク)というのです。今週一つ映画産業に関する番組をやる関係からいくつかの映画を見ているのですが、これが一番良かったな。ニューヨークの話。シガーショップを舞台に、大人の物語が展開します。人生の意味のかなりの部分は、大舞台ではなくディテールに存在することが良く分かる。

どうという主張があるわけではない。しかし、登場する人物が、実にリアルなのです。最後のクリスマスの話はいいな。皆さんも機会があったらどうぞ。

それでは、良い一週間を。

《参考》

What Happens When

Greenspan Is Gone?

January 5, 2000

U .S. monetary policy has been remarkably successful during Alan Greenspan's 12 1/2 years as Federal Reserve chairman. But although President Clinton yesterday reappointed the 73-year-old Mr. Greenspan to a new term ending in 2004, the chairman will not be around forever. To ensure that monetary policy stays on track after Mr. Greenspan, the Fed should be thinking through its approach to monetary policy now. The Fed needs an approach that consolidates the gains of the Greenspan years and ensures that those successful policies will continue--even if future Fed chairmen are less skillful or less committed to price stability than Mr. Greenspan has been.

We think the best bet lies in a framework known as inflation targeting, which has been employed with great success in recent years by most of the world's biggest economies, except for Japan. Inflation targeting is a monetary-policy framework that commits the central bank to a forward-looking pursuit of low inflation--the source of the Fed's current great performance--but also promotes a more open and accountable policy-making process. More transparency and accountability would help keep the Fed on track, and a more open Fed would be good for financial markets and more consistent with our democratic political system.

As our research on the use of this approach around the world documents, successful inflation targeting requires that the central bank and elected officials make a public commitment to an explicit numerical target level for inflation (usually around 2%), to be achieved over a specified horizon (usually two years). Equally important, the central bank must agree to provide the markets and the public with enough information to evaluate its performance, and to understand its reasoning when policy and inflation deviate from the long-run goal--as they inevitably will at times.

In practice, this commitment to openness has included publication of regular "inflation reports", which make public the central bank's inflation forecasts (including assessments of upside and downside risks) and its plans for policy, including a description of the circumstances under which its policy would change.

Inflation targeting does not mandate that the central bank maintain the announced inflation target level at all times, come hell, high water or severe economic shocks. In fact, inflation-targeting central banks have found that they have more flexibility to respond to adverse events like financial crises and commodity price shocks. Since the central bank explains why it may have to miss the target and how it plans to get back on track, inflation helps maintain confidence in the commitment to price stability even when adverse developments lead to missed targets.

Adoption of inflation targeting by the Federal Reserve would bring several major advantages over the current, less structured approach. First, it would transform the commitment to price stability--which has served us so well under Mr. Greenspan and his predecessor, Paul Volcker--from a personal preference of the chairman into an official policy. By depersonalizing and institutionalizing the Greenspan policy approach, the Fed would increase the likelihood that future U.S. monetary policy will look like the 1980s and 1990s rather than the 1930s or the 1970s.

Second, the transparency of the inflation-targeting approach would encourage politicians and the public to focus on what monetary policy can do (namely, maintain long-run price stability), rather than on what it can't do (create permanent increases in growth through expansionary policies). In place of politically expedient demands and scapegoating by politicians--a particular danger in election years--public oversight of the Fed would be directed toward discussion of the appropriate level for the inflation target and evaluation of the Fed's effectiveness in meeting that target. The Fed would retain the sole authority for specific policy actions--such as setting the federal-funds rate--in pursuit of its target. This allocation of responsibility for monetary policy between elected officials and technocrats would serve both democratic principles and good policy.

The prospect of improved public debate about monetary policy under inflation targeting is not an academic fantasy; our book documents many instances. The granting of independence to the Bank of England in April 1997, for example, was made

possible by the increased public confidence that followed the bank's successful use of its inflation target to fend off political pressures in the mid-1990s.

Third, increased transparency would diminish financial and economic uncertainty. More information from the Fed about its plans and expectations would reduce the perpetual, and wasteful, attempts by financial market participants to guess what the Fed will do next. An inflation target would also make it easier for businesses and consumers to plan.

Fourth, inflation targeting is particularly good insurance against the threat of falling prices. Deflation has been associated with deep recessions or even depressions, as in the 1930s and recently in Japan. Targeting an annual inflation rate a couple of percentage points above zero, as all inflation targeters have done, commits the central bank to maintaining a floor under price level movements (as well as a ceiling over them).

Financial market reactions to Fed policy in the early 1990s illustrate what can go wrong when there is no publicly announced goal for monetary policy. In response to problems in the U.S. financial system, the Fed responsibly injected needed liquidity by fixing its short-term interest rates at the extremely low level of 3% (or about zero, in real terms) for more than a year.

Unfortunately, with no explicit inflation target in place to tie down expectations, the financial markets mistook the Fed's reference to "financial headwinds" as motivation for a loss of anti-inflationary resolve. Long-term bond rates increased substantially in 1994. This response by the bond market might well have been avoided if a transparent multiyear inflation target had been in place, just as such inflation scares have been avoided by inflation-targeting central banks that loosened policy in similar situations.

Mr. Greenspan's reappointment should not make us complacent about the future of Fed policy. On the principle that it is better to fix the roof when skies are sunny, the Fed should announce its intentions to establish a more open policy framework now, rather than waiting to be confronted by difficult policy decisions. An explicit commitment to inflation targeting would increase the odds that those decisions would be the right ones, and that they would receive public support--whether or not Alan Greenspan is chairman of the Fed.

《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》