

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1820号 2006年03月27日(月)

《 analyzing the conundrum 》

今週注目したのは、バーナンキ FRB 議長が20日にニューヨーク経済クラブ (Economic Club of New York) で行った講演「Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy」 (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2006/20060320/default.htm>) です。FOMC (米東部時間の27、28日)の直前週の講演とあって「今後のFOMCの政策やいかに」という観点から市場では大きな話題になった。

バーナンキ議長の問題意識は直接的で、市場関係者の「なぜか」、グリーンSPANの言う「conundrum」に真っ正面から取り組んだもの。この「なぜ」は、バーナンキの表現を借りれば「over the past seven quarters or so, tightening monetary policy has been accompanied by long-term yields that have moved only a little on net」、つまり「金融政策の引き締めにもかかわらず、過去7・四半期ほどの間、ネットでほんの少ししか動かない長期金利」の問題。つまり、特にアメリカにおいて「なぜ長期金利は上がらないのか」です。バーナンキは、

- 1 . why have long-term interest rates not risen more, as they have done over previous policy tightening cycles? (なぜ長期金利は過去の引き締め期のようにもっと大幅に上がらなかったのか)
- 2 . what implications does this pattern of long-term interest rates have for monetary policy and the economic outlook? (この上がらない長期金利のパターンは、金融政策と経済見通しにどのような意味合いを持つのか)

と直接的に問いかけている。しかし彼は疑問を呈したその直後に、「As you will see, in my remarks I will do a better job of raising questions than of answering them.」と言っている。つまり、結論を出すと言うよりは疑問を呈したい、呈することはうまく出来るだろうと言っているので、金融市場が彼のこの講演を聴いて「次の次のFOMCの利上げはありやなしや」と極めて限定的な、合目的な議論したのは時期尚早だと思う。しかし、バーナンキの考え方を見るには非常に良い講演だったように思う。だから今回はこの講演を詳しく取り上げます。

彼は2004年6月からのFOMCの引き締めに関して四つの点で特徴がある、と述べてい

る。その四つとは

1. 引き締めが市場関係者の予想よりやや遅めに始まったこと
2. 事前に引き締めが予告されたこと
3. 14回も連続して小刻みに、しかも0.25%という決まった幅で行われたこと
4. そして、その間に長期金利がごくわずかな上昇にとどまったこと

である。この14回におよぶ0.25%刻みの利上げで、短期金利の誘導目標であるFF金利は利上げ前に比べて3.5%も上がったが、その間に長期金利の上げはごくわずかだった。その結果、アメリカの金利体系は「現行の短期金利4.5%に対して、長期金利4.75%未満という状態でほぼフラットになった」と指摘している。

私も長くアメリカの金融市場を見ているが、確かにこれは過去のアメリカの金融引き締め期にはほとんどなかったことである。今週のFOMCで0.25%の利上げが予想通り行われるとすれば、長短金利は再びインバージョン（長短逆転現象）になる可能性がある。

《 Great Moderation 》

バーナンキは長期債利回りに関する数学的分析を試みて、例えば10年債の利回りは「can be viewed as a weighted average of the current one-year rate and nine one-year forward rates, with the weights depending on the coupon yield of the security」(現行一年のレートと先9年間の各一年先物レートの加重平均であり、その加重は当該債券の表面金利に依拠すると見なすことが出来る)と述べた後で、その利回りは二つのポーションに分けられるとして次のように述べている。

- (1) a portion equal to the one-year spot rate that market participants currently expect to prevail at the corresponding date in the future(市場参加者が将来において相対応する時期に支配的であると考えられる one-year spot rate に相当する部分)
- (2) a portion that reflects additional compensation to the bondholder for the risk of holding longer-dated instruments.(長期債券を保有するリスクに対して、債券所有者に与えられる追加的補償の部分)

確かにそう言われてみればそうである。バーナンキは超長期の先物金利(far-forward interest rates)が上昇していないことに関して、「two broad (and not mutually exclusive) classes of explanations.」(相互排他的でない二つの大きな背景)を指摘している。この議論は、グリーンズパンが議長時代にもよく取り上げられたもので、一つはマクロ経済状況、もう一つは長期債需要に関連する要因だ。バーナンキ議長は、長期債が抱えていた term premium(期間プレミアム)が目立って低下してきている事実を指摘した上で、

そもそも term premium とは二つのポーションに分解できる、と指摘している。さすが経済学者であって一つの事象を二つないし三つの理由に分けるのがバーナンキは好きだ。彼はその二つのポーションとして

- 1 . a premium for bearing real interest rate risk (実質金利を負うことのプレミアム)
- 2 . a premium for bearing inflation risk. (インフレリスクを負うことのプレミアム)

の二つを指摘している。バーナンキはこの二つのプレミアムとも下がってきているとしながらも、2004年6月以来のプレミアムの低下はもっぱら実質金利リスクに対する compensation の低下によってもたらされていると指摘している。

次にバーナンキは、長期債に対する需要が増大して term premium が低くなった理由として四つを挙げている。

- 1 . longer-maturity obligations may be more attractive because of more stable inflation, better-anchored inflation expectations, and a reduction in economic volatility more generally (インフレ率の安定、インフレ期待の落ち着き、それに経済全般の変化度の低下)
- 2 . the increased intervention in currency markets by a number of governments, particularly in Asia. (アジアを中心とする多くの政府による為替介入の増加)
- 3 . Changes in the management of and accounting for pension funds (年金資金の管理とアカウンティングの変更)
- 4 . as investors' demands for long-duration securities may have increased over the past few years, the supply of such securities seems not to have kept pace. (長期債需要の増加に対して供給が追い付いていない)

バーナンキが「1」のところで使っている興味深い単語が「Great Moderation」です。グリーンズパンはこういう単語を持ち出して彼の講演をカラフルなものにしていた。バーナンキはそういうことをしない人かと思っていたが、「多くのエコノミストが使っている現象、言葉」(a phenomenon that economists have dubbed the "Great Moderation") とししながら、この言葉を使っている。彼自身のこの言葉に関する説明は、

「an important change occurred in the U.S. economy (and, indeed, in other major industrial economies as well) sometime in the mid-1980s. Since that time, the volatilities of both real GDP growth and inflation have declined significantly」

私も金融市場に関わる人間としてずっとこの問題を考えてきた。むしろ「Great

Moderation」なんて表現はしませんでした。70年代の前半から市場を見ている人間としては、70年代と80年代の前半が「凄まじいタービュランスの時代」だったとすれば、その後今までの20年間は正に「moderation」の20年だったといえる。

むろん、過去20年間であってもその時その時に市場は大きく動きました。日本の去年のように株が40%も上がるとか、一次産品が大きく値上がりするとか。しかし、そこでバーナンキが言っているように、成長率とインフレ率、特にインフレ率は非常に顕著な「moderation」のプロセスにあった。だから為替相場の動きも鈍ってきたと思える。

70年代における二度の石油危機の時代に比べて、あちこちに安全装置が設けられ、また経済の規模も大きくなって、先進国経済がショックを吸収しやすくなっているということはあると思う。加えて言うならば、70年代の二度のショックは本当に投資家や企業家を驚かせたが、この二回を過ぎて投資家や企業家が変化に強くなったということも言えると思う。

むろん、この「moderation」がいつまで続くのかは分からない。それが終われば、長期金利は再び大きく動くかもしれない。しかし、私たちの心に刻み込まれた「moderation」は、比較的長く期待インフレ率を抑えた水準に置くような気もする。

いずれにしても、バーナンキが挙げた四つの理由は我々にも納得がいくものである。

《 depends critically on the source of that behavior 》

さて問題はこれからだ。バーナンキはまず「What does the historically unusual behavior of long-term yields imply for the conduct of monetary policy?」と問いかける。問いかけた上で、「The answer, it turns out, depends critically on the source of that behavior.」（答えは、長期金利の歴史的に見て異常な軌跡の原因次第だ）と述べる。やや長くなるがその部分を引用する。

「The answer, it turns out, depends critically on the source of that behavior. To the extent that the decline in forward rates can be traced to a decline in the term premium, perhaps for one or more of the reasons I have just suggested, the effect is financially stimulative and argues for greater monetary policy restraint, all else being equal. Specifically, if spending depends on long-term interest rates, special factors that lower the spread between short-term and long-term rates will stimulate aggregate demand. Thus, when the term premium declines, a higher short-term rate is required to obtain the long-term rate and the overall mix of financial conditions consistent with maximum sustainable employment and stable prices.

However, if the behavior of long-term yields reflects current or prospective economic conditions, the implications for policy may be quite different--indeed, quite the opposite. The simplest case in point is when low or falling long-term yields reflect investor expectations of future economic weakness. Suppose, for example, that investors expect economic activity to slow at some point in the future. If investors expect that weakness to require policy easing in the medium term, they will mark down their projected path of future spot interest rates, lowering far-forward rates and causing the yield curve to flatten or even to invert. Indeed, historically, the slope of the yield curve has tended to decline significantly in advance of recessions.」

つまり、原因によって対応が違ってくると言っているのである。もしフォワードレートの下落が、期間プレミアムの低下によるのだとすれば、それはそもそも景気刺激的であって、よって高い短期金利が必要であるとする。一方、長期債利回りの動向が現行、および今後の経済情勢の悪化見通しを反映したものであるなら、その意味合いは全く正反対の違ったものとなると指摘している。歴史的に見れば、長短金利フラットやインバージョンは、リセッションを予知するかのように発生してきたが、それはそもそも市場が経済の弱さを感じし、金融政策の緩和を予知した結果であると分析する。

でな現在はどちらのシナリオか。バーナンキは、「**Although macroeconomic forecasting is fraught with hazards**」(マクロ経済見通しには多くの困難が伴う)としながらも、「**I would not interpret the currently very flat yield curve as indicating a significant economic slowdown to come, for several reasons**」(現在の非常にフラットなイールドカーブがアメリカ経済の大幅な鈍化を示唆するものとは解釈していない)と述べて、その理由として以下の諸点を指摘している。ここが一番重要な点であり、FRBが今後も今の引き締め気味の政策を続けると市場が予想する根拠となっている。その理由とは、

- 1 . **in previous episodes when an inverted yield curve was followed by recession, the level of interest rates was quite high, consistent with considerable financial restraint. This time, both short- and long-term interest rates--in nominal and real terms--are relatively low by historical standards** (過去においてインバージョンがあってその後にリセッションが襲ってきた時には金利水準そのものが非常に高かったし、金融政策もかなり引き締めだった。しかし今回は短期、長期とも金利水準は名目的にも実質的にも歴史的水準から見れば比較的低い)
- 2 . **as I have already discussed, to the extent that the flattening or inversion of the yield curve is the result of a smaller term premium, the implications for future economic activity are positive rather than negative** (イールドカーブのフラット

ニング化やインバージョンが期間プレミアムの縮小の結果であればあるほど、将来の経済活動に対するその意味合いはネガティブではなく、ポジティブである)

- 3 . the yield curve is only one of the financial indicators that researchers have found useful in predicting swings in economic activity. Other indicators that have had empirical success in the past, including corporate risk spreads, would seem to be consistent with continuing solid economic growth. In that regard, the fact that actual and implied volatilities of most financial prices remain subdued suggests that market participants do not harbor significant reservations about the economic outlook.(イールドカーブは経済活動の変遷を予測する上で有用であると見なされる金融指標の一つに過ぎない。企業のリスクスプレッドなど過去において景気変動予測で有用だった他の金融指標は、今後のアメリカ経済の力強い経済成長を引き続き示唆するものとなっている。多くの金融商品価格の implied volatilities が依然として低い水準にあるということは、市場参加者がアメリカの経済見通しをそれほど懸念していないことを示唆している)

の三点である。つまり、今のアメリカにおける長短金利のフラットニング化、そして時に発生しているインバージョンは、「懸念すべき事ではない」と指摘しているのである。

この言葉は、今週開かれる FOMC で短期金利が 4 . 7 5 % に引き上げられた場合には 1 0 年債利回り と 3 0 年債利回りを上回ってしまうかもしれない事態を事前に予測して、その場合でもアメリカ経済の成長シナリオは狂わないと事前に強く示唆しているようにも私には見える。なぜなら、先週末の 1 0 年債利回りは 4 . 6 7 % であり、仮に今週もこのレートが続くとするならば 4 . 7 5 % の FF 金利とは完全にインバージョンになるからである。

バーナンキは彼が以前の講演で指摘した「global saving glut」(環太平洋に存在する高貯蓄国の急速な経済成長、国内需要の伸びを直接間接に抑制する輸出依存の経済性成長戦略、それに産油国の収入増加などによってもたらされた)にも触れながら、アメリカの長期金利の低下についてはアメリカ国外の要素も強いことを示唆している。それはそうで、環太平洋の国・地域は貯まった外貨準備をほとんどアメリカの債券で運用している。アメリカの債券に対する需要は、環太平洋諸国・地域(日本や中国、台湾、シンガポールなどなど)の外貨準備が増えれば増えるほど増大するという図式である。

結論はどうか。彼ははっきりと、「the bottom line for policy appears ambiguous」と認めたと上で、守るべき二つの原則を挙げながら以下のように述べている。

「Given this reality, policymakers are well advised to follow two principles familiar to navigators throughout the ages: First, determine your position frequently. Second, use as many guides or landmarks as are available.」

頻繁に (frequently) ポジションを計測しているのはむしろ市場の方のようにも見えるが、まあ下せる結論はこんなところでしょう。

しかし私の今回のバーナンキ講演についての全般的な印象を記すとすれば、「現在のワールドカーブのフラットニング化やインバージョンをバーナンキは市場ほどには懸念していない」というものだ。その結果今週の FOMC では短期金利の引き上げは 0 . 2 5 % 幅であるだろうし、今後の見通しについても 4 月一ヶ月が非常に強い指標が出てくればいよいよ短期金利を 5 % にしてくる可能性はある、というものである。就任時のバーナンキの米経済分析を見ても、非常に強気だったことは参考になる。

ただし 5 月の FOMC を見通すには、今は時期尚早であると付け加えたい。たぶん市場は利上げそのものではなく、FOMC 後に発表される声明の中身について神経質になる。その気持ちは分かるが、その声明の中で次の利上げに関して明確な示唆を与えることは恐らくないだろう。というのは、前回の FOMC 声明でグリーンズパンがバーナンキに与えたフリーハンドを、バーナンキ自身が放棄して今回の FOMC 声明で再び手を縛ることはまずないと考えるからだ。

既にアメリカの短期金利は誰が見ても FRB が目指した「中立ゾーン」に入ってきていると思われるからだ。

今週の主な予定は以下の通り。

3月27日(月)	2月法人企業景気予測調査 2月企業向けサービス価格指数 米 F O M C (~ 2 8 日)
3月28日(火)	米3月コンファレンスボード信頼感指数 イスラエル総選挙
3月30日(木)	2月鉱工業生産(速報) 米第4四半期 G D P 同 G D P 価格指数 同個人消費(いずれも確報)
3月31日(金)	2月労働力調査 2月家計調査(勤労者世帯) 2月家計調査(全国) 3月都区部・2月全国消費者物価 2月住宅着工件数 2月建設工事受注 米2月個人所得・個人支出 米3月シカゴ購買部協会景気指数 米2月製造業受注

《 have a nice week 》

先週の木曜日でしたが、四谷の土手を通りかかったらほんの一部桜が咲き始めていましたが、もう今週は見頃になっているのではないのでしょうか。今入っている私の花見行事予定は4月に入ってから二日あるのですが、もうそのころにはちょっとピークを過ぎているのかもしれない。というわけで、今週は都内で水曜日か木曜日あたりにピーク時の桜をちょっと見ておきたい気分です。

ところで今日は、都内でちょっと面白い雀たちを発見しましたので、その話を書きましょう。この雀たち、非常に人間に慣れてしまった。私は彼等（彼女等？）を「オーバッカナルの雀たち」と名付けました。とにかく凄いのです。何と人間の目の30センチ前、テーブルの上に来て平然と餌（パンの粉やケーキの食べかけ、食べ残し）をついばむのです。総勢10匹くらいですかね。雀より一つ大きい鳥も来ている。

オーバッカナルは清水谷公園の前、紀尾井町通り沿いにある。ニューオータニの一階という位置です。この店は以前原宿の明治通り添いにあった。それが移ったのですが、それにしても雀が直ぐ目の前に来るので、店員の方に聞いのです。そしたら、「こうなったのは最近」だそうで、レストランに来た人が近づいてきた雀に餌をやったのが最初だそうです。店が原宿から移った後はしばらくこんなことはなかったそうです。しかし、去年の秋くらいから餌をやる客、それを狙って集まる雀たちの組み合わせが出来たそう。

それが、見ていてかわいいのです。都会の雀だから汚れているのかと思ったら、よく見ても結構綺麗。東京の空気が相当綺麗になった証拠のように思った。時々雀より一回り大きな鳥が来る。彼等は大物餌狙い。餌を雀と取り合うシーンもある。

ただし、いつ行っても彼等を見られるのかは私には分かりません。雀にも時間時間で何をするのか決まっているのかもしれないので。でも、機会があったら見てやって下さい。面白い。

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ものです。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。》