

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1383号 1997年09月08日(月)

《 focus on German monetary policy 》

外国為替市場の観点からすると、今週の焦点は

ドイツの金融政策

秋の一連の通貨会議を控えた各国当局者の発言

港湾問題に見られる日米関係の緊張と日本の黒字拡大が為替市場に及ぼす影響
などになるでしょう。

先週金曜日発表の雇用統計で、アメリカの金融政策が近く変更になる可能性はほぼなくなりませんでした。非農業部門の就業者数の増加幅は予想（7万人）を下回る4万9000人で、また失業率も0.1%ながら上昇した。UPSの15日間のストが統計をゆがめている可能性はあるものの、時間当たり労働賃金、労働時間の増加も小幅なものにとどまっており、物価が安定している現在では利上げの必要性はないと読める統計。統計発表後のニューヨークの市場は、株や債券が「当面利上げなし」との観測から上昇した。

アメリカの金融政策に対する関心が低下した分だけ、市場の目はドイツに向かっている。先週は全体的にマルクが対ドル、対円で強含み推移したが、これはドイツの金融政策を巡る利上げ思惑にかかわるもので、こうした状況は今後も続く可能性が大きい。

筆者はこれまでの号で何回も指摘している通り、ドイツが本格的な利上げを出来る環境は整っていないと考えます。国内的にも国際的にも。国内経済に関しては多少強い統計も出てきているものの、ドイツの景気は全体的に見ればまだ弱い。また、ドイツよりもっと弱いフランスなどは、ドイツの利上げで通貨価値の維持の面で窮地に立たされる可能性が高い。利上げ発言はあくまで「警告」の域を出ない可能性が強いと見たい。

予想が難しいのは、秋の国際通貨会議を控えた各国当局者の発言である。日本の通貨当局者のこれまでの発言内容を見ると、120円台に乗った円安を許容するかのような内容が目立つ。先の三塚大蔵大臣のそれもそうだし、先週末にアメリカのマスコミの記事になった黒田国際金融局長の発言もその趣旨だった。日曜日の日経新聞が指摘していたように、「景況が5月とは違う」というのが考えられる一つの理由です。

しかし、ではどこまでも円安が進んでいいかというと、そんなことはない。今回の場合は5月に比べても円安のスピードがゆっくりしていたという事情もある。それが当局の円

安警戒感を薄めていると考えられる。問題は、スピードとレベルの二つである。今日本が置かれている環境では、多少の円安が大きな景気刺激になるかという怪しいという問題もある。としたら、円安の国際的影響も考えねばならない。

今後問題となるのは、日本政府の立場よりレーガン政権以来初めて日本に制裁を発動したクリントン政権の姿勢である。日本の対米を含めた黒字が増加を続け、かつ日本政府が国内景気浮揚への措置を取っていない現状では、円安に不満であることは確かで、それに関連した発言が何時出てきてもおかしくない。

週末のウォール・ストリート・ジャーナルによれば、年央の経済見直し (mid-session review of the economy) の中でホワイトハウスは

「 the administration expects the recent rise in the dollar to restrain the growth of net exports for some time to come 」

と述べているという。ホワイトハウスとしては、輸出増大への阻害要因としてあまり歓迎していない様子が伺える。

〈 policy rules VS discretion 〉

ニューヨークの株は引き続き方向感のない、時として激しい動きを続けている。なぜ激しい動きになるかについては既にここで何回か取り上げました。株価そのものが高値警戒感が出る水準に達していること、今までの上昇スピードに対する警戒感、さらには経済の形に関する期待感と警戒感の交錯がその背景だと見ます。市場の内部の動きも複雑で、例えば金曜日のニューヨーク株式市場を見ると、ダウ平均や SP などの指標は下がっているものの、NASDAQ は上昇している。

株式やその他の資産価格が金融政策に与える影響に関しては、金曜日の夜カリフォルニアで講演したグリーンズパン FED 議長の発言が今週は改めて注目されるでしょう。その意味合いを巡って、少し長くなりますが、同議長は次のように述べている。

In the United States, evaluating the effects on the economy of shifts in balance sheets and variations in asset prices have been an integral part of the development of monetary policy. In recent years, for example, we have expended considerable effort to understand the implications of changes in household balance sheets in the form of high and rising consumer debt burdens and increases in market wealth from the run-up in the stock market. And the equity market itself has been the subject of analysis as we attempt to assess the implications for financial and economic stability of the extraordinary rise in equity prices--a rise based apparently on continuing upward revisions in estimates of our corporations' already robust long-term earning prospects. But, unless they are moving together, prices of assets and of goods and services cannot both be an objective of a particular monetary policy, which, after

all, has one effective instrument--the short-term interest rate. We have chosen product prices as our primary focus on the grounds that stability in the average level of these prices is likely to be consistent with financial stability as well as maximum sustainable growth. History, however, is somewhat ambiguous on the issue of whether central banks can safely ignore asset markets, except as they affect product prices.

(下線は筆者)

これは今までの株式市場の動きに関する見方を変えるものではない。しかし、株価の上昇が「extraordinary」であると改めて言及している点などで、FED が株価の動向に強い関心を置いていることは間違いなく、しばらくの調整期間を置くことを期待していることが伺える。

グリーンズパン FED 議長の金曜日のスタンフォードでのスピーチは中央銀行の金融政策運営の仕方を考える上でも、なかなか興味深いものです。FED に対する議会などからの「秘密主義」の批判に対して、徐々に政策運営の中身を見せようとしているように見える。この会議にはミルトン・フリードマンも出席していたようで、講演録 (FED のホームページ = <http://www.bog.frb.fed.us/> = に掲載されている) の最初の方にそのことに関する言及がある。

フリードマンといえばマネタリストの代表的学者ですが、グリーンズパンはアメリカの金融政策を策定する上で、policy rules(政策を決める際のあらかじめ決められたルール) と discretion (ルールとは別のそのときそのときの判断) をいかに使い分ける必要があるかをひとしきり歴史を回顧しながら説明している。「policy rules」と「discretion」の比重の置き方などは、これまで明らかにされたことのない部分です。

ボルカー時代に M1 (狭義の通貨供給量) 中心に金融政策を運営した時期、そしてそれが M2 (より広義な通貨供給量) に移行したこと、さらにはそれも怪しくなって現在のような短期金利を中心に据えた考え方をするようになった経緯など。この経緯をここまで詳しく明らかにしたのは、グリーンズパン議長が初めてでしょう。M1 より前には、各国の金融政策は金 (gold) に縛られた時期もあった。

グリーンズパン議長は、政策決定にはルールがあってしかるべきだ、という考え方です。しかし、ルールを決めると新しい事態が発生して、その都度そのときそのときの事情を勘案して政策を決めざるを得なくなる。その間の事情を同議長は次のように述べている。

The monetary policy of the Federal Reserve has involved varying degrees of rule- and discretionary-based modes of operation over time. Recognizing the potential drawbacks of purely discretionary policy, the Federal Reserve frequently has sought to exploit past patterns and regularities to operate in a systematic way. But we have found that very often historical regularities have been disrupted by unanticipated change, especially in technologies . (下線は筆者)

M1 を中心に見る政策運営の時代に終わりを告げたのは、NOW account の登場。これで M1 は通貨政策策定大きな目安からは外された。次の M2 も債券や株の mutual funds の登場で指標性を失った。つまり、unanticipated change が policy rules を常に見直す必要性を生んでいるというのです。では今はなにが中心か。今でも迷っているというのが、彼の正直な気持ちでしょう。この文脈との関連で言うと、株など資産価格を政策決定の要因にすることは十分ありうるということです。

〈 harder to measure 〉

あと今のアメリカで一番の注目されている生産性論議に関しては、グリーンズパン議長は次のように述べている。

Specifically, the persistence of rising profit margins in the face of stable or falling inflation raises the question of what is happening to productivity. If data on profits and prices are even approximately accurate, total consolidated corporate unit costs have, of necessity, been materially contained. With labor costs constituting three-fourths of costs, unless growth in compensation per hour is falling, which seems most unlikely from other information, it is difficult to avoid the conclusion that output per hour has to be rising at a pace significantly in excess of the officially published annual growth rate of nonfarm productivity of one percent over recent quarters. The degree to which these data may be understated is underlined by backing out from the total what appears to be a reasonably accurate, or at least consistent, measure of productivity of corporate businesses. The level of nonfarm noncorporate productivity implied by this exercise has been falling continuously since 1973 despite reasonable earnings margins for proprietorships and partnerships. Presumably this reflects the significant upward bias in our measurement of service prices, which dominate our noncorporate sector.

Nonetheless, the still open question is whether productivity growth is in the process of picking up. For it is the answer to this question that is material to the current debate between those who argue that the economy is entering a "new era" of greatly enhanced sustainable growth and unusually high levels of resource utilization, and those who do not.

(下線は筆者)

前回と同じく結論は避けているのですが、グリーンズパン議長の気持ちがどちらに傾いているかは読める。また今後の政策運営に関連して、物価の捕捉が一段と難しくなると言う見方も表明している。

Over the coming decades, moreover, what constitutes product price and, hence, price stability will itself become harder to measure. When industrial product was the centerpiece of the economy during the

first two-thirds of this century, our overall price indexes served us well. Pricing a pound of electrolytic copper presented few definitional problems. The price of a ton of cold rolled steel sheet, or a linear yard of cotton broad woven fabrics, could be reasonably compared over a period of years.

今週の主な予定は次の通りです。あまり大きな指標はないのですが、11日の7月の国際収支統計などが注目です。

8日(月曜日)	日本銀行発表の8月の卸売物価
9日(火曜日)	7月の機械受注(経済企画庁発表)
11日(木曜日)	大蔵省発表の7月の国際収支 4~6月の国民所得統計速報(企画庁発表)
12日(金曜日)	8月の米卸売物価 8月の米小売売上高

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。暑くても秋の気配が強まった週末でした。高円寺で自転車に乗っていたら、なんと目の前を「しおからトンボ」がゆうゆうと飛んでいました。何処で巣を作っていて孵化したのか知りませんが、ちょっと驚きです。

土曜日の夜は懐かしい曲を聴きました。1974年の曲です。「Candle In The Wind」エルトン・ジョンがノーマ・ジーンを偲んで作った曲。原曲には強いマスコミ批判がある。「およそ新聞というものは、マリリンがヌードで発見されたかを取り上げざるを得ない……」と。ダイアナもマスコミに hound(しつこく付け回す)されていた。なぜマリリンの曲をと思った人もいたかもしれない。しかし、境遇は同じだったので。

エルトン・ジョンが言うように、スーパースターは作られる。そして、そのスターを消費する。松井さん流に言えば、人間圈の人々はさまざま情報消費をする。ノーマ・ジーンはどうみても、その圧力につぶされた。ダイアナはもっと強かったかも知れませんが、それを証明する前に亡くなった。

オリジナルの「Candle In The Wind」は、日本でも発売された彼の「Goodbye Yellow Brick Road」の2曲目に入っている。3分49秒の曲で、「風の中の火のように」と訳が付けられて。しかし下手ですね。「風に吹かれるキャンドルのように」の方が良い。副題は、「孤独の歌手、ノーマ・ジーン」。ダイアナには二人の子供がいた。その意味では、マリリンの方が孤独だったかもしれない。

下の歌詞は、左がオリジナル。私が「Goodbye Yellow Brick Road」から拾ってきました。右が今回エルトン・ジョンがバーニー・トーピンと話し合っリライトした曲。今朝の日経の記事にも出ていますが、今月中にリリースされるそうです。この歌詞は、無論聞いただけでは分からなかった。英紙タイムズに掲載されていました。

「CANDLE IN THE WIND」
for Norma Jean

Goodbye Norma Jean,
Though I never knew you at all
You had the grace to hold yourself
While those around you crawled,
They crawled out of the woodwork,
And they whispered into your brain,
They set you on the treadmill
And they made you change your name.

And it seems to me you lived your life
Like a candle in the wind,
Never knowing who to cling to
When the rain set in.
And I would have liked to have known you
But I was just a kid,
Your candle burned out long before
Your legend ever did.

Loneliness was tough,
The toughest role you ever played.
Hollywood created a superstar
And pain was the price you paid.
Even when you died
The press still hounded you
All the papers had to say
Was that Marilyn was found in the nude.

Goodbye Norma Jean,
Though I never knew you at all
You had the grace to hold yourself
While those around you crawled.

Goodbye Norma Jean,
From the young man in the 22nd row
Who sees you as something more than sexual
More than just our Marilyn Monroe.

それでは、良い一週間を　　！！！！

「CANDLE IN THE WIND」
for Diana, The Princess of Wales

Goodbye England's rose;
may you ever grow in our hearts.
You were the grace that placed itself
where lives were torn apart.
You called out to our country,
and you whispered to those in pain.
Now you belong to heaven,
and the stars spell out your name.

And it seems to me you lived your life
like a candle in the wind:
never fading with the sunset
when the rain set in.
And your footsteps will always fall here,
along England's greenest hills;
your candle's burned out long before
your legend ever will.

Loveliness we've lost;
these empty days without your smile.
This torch we'll always carry
for our nation's golden child.
And even though we try,
the truth brings us to tears;
all our words cannot express
the joy you brought us through the years.

Goodbye England's rose,
from a country lost without your soul,
who'll miss the wings of your compassion
more than you'll ever know.

Goodbye England's rose,
from a country lost without your soul,
who'll miss the wings of your compassion
more than you'll ever know.