

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1815号 2006年02月20日(月)

《 economic expansion remains on track 》

世界の各地市場では、相場の動きがやや安定感を失っている。相場の動きがすこぶる速いため、日本の株式市場がその一つの典型。そうした中で先週明らかになったのは、市場の動きのベースになる日本やアメリカの経済が予想以上にしっかりしているということである。先々週の福井・日銀総裁の記者会見（日本経済のバランスの良さを強調 この問題は先週号で取り上げた）に引き続いて、先週は就任後初めてバーナンキ FRB 議長が議会証言した。その証言には「利上げはいつまで続くのか」という観点から市場の関心が集まったが、筆者としては証言を読んで最初に気が付いたのは、バーナンキ氏の「アメリカ経済に対する強気」だった。彼はこう言っている。

「 However, the most recent evidence--including indicators of production, the flow of new orders to businesses, weekly data on initial claims for unemployment insurance, and the payroll employment and retail sales figures for January--suggests that the economic expansion remains on track」

今年の実質 GDP は約 3.5% 拡大し、来年は 3% ~ 3.5% の増大になると予想。つまり、アメリカ経済は今後も成長率で見れば順調に拡大を続ける、と見ていることになる。つい最近まで続いた 4% 台から見れば低下だが、それでも一部にある「米経済の急ブレーキ論」を否定するに十分であった。つまり、双子の赤字など問題を抱えていることは確かだが、アメリカ経済はほぼ巡航速度での拡大を続けるというのがバーナンキの見方である。

バーナンキの議会証言を読みながら、日本のエコノミストの間にある根強いアメリカ経済減退論は杞憂である可能性が高いと考えました。なにせアメリカは今年 1 月ごろには人口が 3 億人になる。私が社会人になったとき（70年代の前半）に覚えたアメリカの人口は 2 億 4 0 0 0 万人。たった 3 0 年で 6 0 0 0 万人も人口が増える国は、なかなか大きな停滞というものは経験しないだろう、という判断もある。アメリカは今でも人口が増える出生率（2.1 以上）を保っている。年間人口伸び率は 1% 前後。これは先進国の中では突出している。

バーナンキは今後の金融政策を決める上で最も重要なインフレ環境に関して、以下のよう

「In the announcement following the January 31 meeting, the Federal Reserve pointed to risks that could add to inflation pressures. Among those risks is the possibility that, to an extent greater than we now anticipate, higher energy prices may pass through into the prices of non-energy goods and services or have a persistent effect on inflation expectations. Another factor bearing on the inflation outlook is that the economy now appears to be operating at a relatively high level of resource utilization. Gauging the economy's sustainable potential is difficult, and the Federal Reserve will keep a close eye on all the relevant evidence and be flexible in making those judgments. Nevertheless, the risk exists that, with aggregate demand exhibiting considerable momentum, output could overshoot its sustainable path, leading ultimately--in the absence of countervailing monetary policy action--to further upward pressure on inflation. In these circumstances, the FOMC judged that some further firming of monetary policy may be necessary, an assessment with which I concur.

《 Fed will raise its rate next month 》

最後の下線を引いた3行の文章が、FRBが次回のFOMC（3月27、28日）にも利上げするとマーケットが考えたもっとも直接的な言及です。私もそう思う。ポイントは、石油価格上昇が非エネルギー商品価格やサービスに転嫁される過程を予想していることと、諸設備の稼働率が比較的高いこと。生産が持続可能な水準を overshoot し、それが最終的には「further upward pressure on inflation」に繋がると予想。つまり、インフレ再燃の危機感が感じられる証言になっている。これは、「事実上の利上げ継続宣言」だなと読める。しかし彼は今後の政策運営に関して、以下のようにも述べる。

「Although the outlook contains significant uncertainties, it is clear that substantial progress has been made in removing monetary policy accommodation. As a consequence, in coming quarters the FOMC will have to make ongoing, provisional judgments about the risks to both inflation and growth, and monetary policy actions will be increasingly dependent on incoming data.

つまり、その後（3月の次回FOMC後）に関しては「今後入ってくるデータ次第」と言っているのである。従って筆者は次の次である5月10日の会合で米金融当局が利上げを行う可能性は50%を超えるものではない、と考える。市場では5月も利上げと読んでいる向きが多いし、FF金利の先物の動きは「5月も利上げあり」に傾いているが、まだそう結論づけるには尚早と考える。

バーナンキは世界経済についても強気だ。以下のように述べている。

「Outside the United States, economic activity strengthened last year, and at present global growth seems to be on a good track. The economies of our North American neighbors, Canada and Mexico, appear to be expanding at a solid pace. Especially significant have been signs that Japan could be emerging from its protracted slump and its battle with deflation. In the euro area, expansion has been somewhat modest by global standards, but recent indicators suggest that growth could be strengthening there as well. Economies in emerging Asia generally continue to expand strongly. In particular, growth in China remained vigorous in 2005.

彼の「日本経済のデフレ脱却論」は詳しい説明はないが、「especially significant」と言っているということは、世界経済にとって重要な進展と考えているということだろう。下線の部分を見るなら、日本ばかりでなく、バーナンキが今の世界経済の現状を「良い形 (be on a good track)」と見ていることは確かである。景気の拡大ペースは欧州など一部を除けば非常に良い。インド、中国は両国にとっても過去にないような成長率になっているし、日本の成長ペースは回復してきた。アメリカも良いとなれば、世界経済の死角は思ったほどない、ということである。

《 Greenspan clone ? 》

バーナンキ議会証言の一つのポイントは、カリスマ的だったグリーンズパンが去った後のFRBの政策運営をいかようにするか、でした。彼が持論である「インフレ・ターゲット論」を持ち出すかどうか、という点だ。この点に関しては、日本のマスコミでは「バーナンキは依然としてインフレ・ターゲット論の導入を念頭に置いている」との報道が多い。こうした見方は、証言のあとの記者会見での彼の発言を捉えたものかもしれない。

しかし講演録全体を読んだ筆者の印象は、「彼は導入を焦ってはいない」というものである。ウォール・ストリート・ジャーナルなどの理解もそのようで、「バーナンキは政策のかなりの部分で、グリーンズパンを踏襲した」という理解だ。

彼は政策運営に関して、以下のように述べている。

「Rather, the Federal Reserve, together with all modern central banks, has found that the successful conduct of monetary policy requires painstaking examination of a broad range of economic and financial data, careful consideration of the implications of those data for the likely path of the economy and inflation, and prudent judgment regarding the effects of

alternative courses of policy action on prospects for achieving our macroeconomic objectives. In that process, economic models can provide valuable guidance to policymakers, and over the years substantial progress has been made in developing formal models and forecasting techniques. But any model is by necessity a simplification of the real world, and sufficient data are seldom available to measure even the basic relationships with precision. Monetary policymakers must therefore strike a difficult balance--conducting rigorous analysis informed by sound economic theory and empirical methods while keeping an open mind about the many factors, including myriad global influences, at play in a dynamic modern economy like that of the United States. Amid significant uncertainty, we must formulate a view of the most likely course of the economy under a given policy approach while giving due weight to the potential risks and associated costs to the economy should those judgments turn out to be wrong.

いかなる経済モデルも「by necessity a simplification of the real world」(複雑極まりない現実世界の単純化)を必要とし、よって政策担当者は「therefore strike a difficult balance--conducting rigorous analysis informed by sound economic theory and empirical methods while keeping an open mind about the many factors, including myriad global influences, at play in a dynamic modern economy like that of the United States.」(難しいバランスを取らねばならない)と。

彼の念頭に自分のかねてからの主張である「インフレ・ターゲット論」があることは確かだろう。しかし、彼は今回の議会証言では、直接的な言及は避けている。確かに一つの政策決定モデルを導入することは、金融政策の透明性向上には寄与する。しかし、その透明性が金融政策の裁量余地を狭める可能性もある。当局としては、市場をある意味で常に「guess game」の状態に置いておいた方が良い場合もある。

これは私の印象だが、バーナンキは暫くインフレ・ターゲット論を棚上げするのではないのでしょうか。つまり、グリーンズパン路線を踏襲する。であるが故に、アメリカの新聞には「Greenspan Clone」といった呼び方まで出ているが、それは別に悪いことではない。まだバーナンキ船は船出したばかりであり、慎重な政策運営が賢明でもある。

もっとも今回のバーナンキ証言は、いくつかのポイントで市場の関心を反らしている。注目された米貿易収支の赤字に関する発言もあまり見られなかった。無難にこなしたと言ったところだが、グリーンズパンが市場の関心事項には積極的に発信し、また市場の意表を突くような問題も提起したことに比べると、ちょっと読んでいて物足りない印象も受けた。英語も簡単だったことも、そうした印象を強めたのかもしれない。証言後の議員の質問に対しても、回答を留保する場面も多かった。これからの課題でしょう。

バーナンキの証言には、グリーンズパンが毎回のように持ち出したような難しい単語は

なかった。グリーンスパンの末期も証言や講演を読むのは楽でしたが、バーナンキの議会証言は、グリーンスパンの初期の文章を読むよりかなり楽かもしれない。バーナンキが使った用語の中で唯一グリーンスパン的用語だと思ったのは、「Anecdotal information」でしょうか。「anecdotal」はグリーンスパンが良く使っていた単語だ。

今週の主な予定は以下の通りです。

2月19日(日)	中川自民党政調会長、中国訪問(～23日)
2月20日(月)	1月コンビニエンスストア売上高 米株式市場休場(ワシントン生誕日)
2月21日(火)	1月CB景気先行指標総合指数 米FOMC議事録公開(1月31日開催分) 米ダラス連銀総裁講演
2月22日(水)	米1月消費者物価指数
2月23日(木)	1月貿易収支 12月第3次産業活動指数 1月企業向けサービス価格指数
2月24日(金)	米1月耐久財受注

先週発表された日本の10～12月のGDP統計は、「バランスが良い」という福井・日銀総裁の発言を裏付けました。個人消費は前期比0.8%増で4四半期連続の増加、企業の設備投資は同1.7%増加で7四半期の増加、そして輸出は同3.1%の増加。これ以上は望めない良い形をしている。

筆者は今年起きる日本経済の現象として、「雇用ラッシュ」を予想したい。企業は将来人手が不足すること、採用が難しくなることを予感している。この予感は、既に数年前から先を見るのにたけている経営者の間では話題になっていたものだ。今年には既にホンダが大量採用の方針を明らかにしている。現在「1」の日本の有効求人倍率はさらに上昇するだろう。日本でも既に名古屋などは1.6を上回っている。あまりに人が採れないために、工場を北海道に移す企業も出てきた。確か北海道の昨年12月の有効求人倍率は0.63だったと思った。一番低いのは0.44の青森県だったが、そうした形で国内雇用が平準化されるのは良いことである。ちなみに、東京は1.54。

今週はあまり大きな指標の発表はない。2月も終盤にさしかかっているが、期末特有の相場の動きは今週も続くだろう。世界的な過剰流動性の中で、相場は行き過ぎ、その訂正と激しい動きを続けている。その環境はしばらく続くだろう。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土日とも Gyao の番組収録とか所用で出かけましたが、なかなか

か難しい時期に入ってきましたね。というのも、今までの冬の重いコートのままで外出しようか、ちょっと春めいた軽いコートにしようか迷う時期に入った。土曜日は陽光うららかなので薄いコートで出かけたら、夕方寒くなった。日曜日はちょっと雲が多くて寒そうだったので暖かいコートを持って横浜に出かけたら案外暖かくて、一度も着ないで手に持って移動。なかなか難しい。

今の日本ですが、景気の良い兆候はあちこちに出てきている。まずレストランがなかなか予約できなくなった。良いレストランほどそうです。新幹線や飛行機は良い席ほど取りにくくなっている。飛行機は「エコノミー席はあるが、スーパーシート席はない」というケースが多い。まあタクシーは依然として潤沢にある状況ですが。

今年は「雇用ラッシュ」が起きるので、フリーターやニートも減るとというのが私の予測です。この両方は全く違いますが、そういう生き方は認めるとしても、企業の採用活動が活発化するとやはり減ると考えるのが自然だと思う。表現欲求、社会参加要求がある人間だったら、より良い職場、良い収入を求めるのは自然だと私には思える。その環境は整いつつある。

それでは、皆さんには良い一週間を。

《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。》