

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2079号 2011年08月15日(月)

## 《 market swing will continue 》

先週は株式市場の観点から見ると、「歴史的な乱高下を繰り返した一週間」でしたが、今週も「市場の不安感」は続くでしょう。何せ世界的に金融の世界はアメリカの国債の格付け引き下げやいつ収束するとも思えない欧州の債務危機によって、「パラダイムが変わった」または「パラダイムが揺らいでいる」と言わざるを得ない状況にある。最終的な落ち着きどころは、今までの世界とそれほど変わってくるとは思えないが（やはり投資の向かう先は米債中心という意味で）、その性向の安定性は明らかに崩れている。

加えて、欧州型の社会の安定、それに付随する金融システムの安定度には、大きな疑問符が付いた。ギリシャやポルトガルの財政危機には理解できることが多いし、予見可能性もあった。しかしそれがスペインからイタリアという欧州の核を成す国の話となると「EUやECBで対処できるのか」「欧州各国、社会全体のこれまでのやり方そのものの問題ではないのか」という疑念が浮かぶ。

「財政赤字を溜めながら国民の意向をくみ取ること忙しい社会がマーケットからついに警告を受けている」という点では納得できた欧州の危機も、その反対の事を行おうとしているイギリスに社会不安が広がったとなると、「では一体欧州はどの方向を目指すべきか」という問題に立ち至る。イギリスは欧州では珍しくキャメロン政権の下で「緊縮財政による財政の健全性回復」にトライしている。しかしそのイギリスでは今月に入って数日間にわたってロンドンなど主要都市で、「格差固定化」「無職状態」に怒った若者らによる商店打ち壊しなどの騒擾状態が続いた。それに「人種差別、または人種間対立」が要因として加わった。財政の悪化に目をつぶって国民の要望に応えようとするマーケットから警告される。ギリシャなど。しかし一方で、財政の健全化を達成しようとして国民に優しくない政策をとろうとすると、そのしわ寄せを受ける経済的弱者としての若者の反乱を招く。イギリスだ。これはどう考えても、欧州全体にとって容易ならざる事態である。

もう一度アメリカのことを考えてみても、S&Pが格下げの理由にしている「アメリカの政策決定のプロセスと政治組織（議会などを指すと思われる）の効率性、安定度、予測可能性の低下」という問題は、「ティーパーティ」（茶会）というある種の哲学を持つ団体が後ろに控えているという意味で、簡単な打開は難しい。英エコノミストはそれを「（米政治の、または米議会の）日本化」（Japanization）と呼んだ。確かに債務限度の引き上げを巡る米議会の混迷は、来年に大統領選挙を控えているとはいえ、過去にないアメリカ政治の停滞と筆

者の目には映った。

もっとも、「日本化」の元祖・日本では事態を打開しようという動きも見られる。あまりにも国民の「政治に飽き飽きした空気」を察知したのか、事態打開に向けた発想が見られるのだ。例えばポスト菅の最有力候補の一人である野田財務大臣は、自分の政権樹立の前提として「連立」ないし「大連立」を挙げた。公明党との連立や提携を超えて、自民党とも最初から連携、さらには連立することを前提に政権構想を練るということを意味する。むろん民主党の中には反対する人達がいるが、次の総理大臣を目指す人が最初から「連立」を前提に政治を語ったことは、日本の政治の大きな変化、日本の政治の今の宿痾を乗り越えようとするものとして価値がある。

### 《 FRB on the defense 》

日本での新しい動きは別にして、今の世界の市場で起きていることは、明らかに「パラダイムの変化、少なくとも揺らぎ」と基づくものと言えるものだ。パラダイムが揺らいだら、マーケットが動揺するのは当たり前だ。先週一週間の市場はニューヨークの株式市場を見ても、ベスト12に入る上げ幅、下げ幅を数回繰り返した。まさに2008年を彷彿とさせた。今週も程度は落ちるだろうが、市場の不安定感が残るだろう。それは株、商品、債券などにおよぶ。

為替市場が案外静かだったのは、スイスの市場は小さいし、日本の市場では介入の可能性があって、資金を大規模に動かさなかったからでしょう。スイスにしろ円にしろ、もう随分と買われている。これ以上買っても、という考えをした向きも多かったのではないか。この両通貨とも、invincible な訳ではない。

---

マーケットの揺らぎの中で、金融政策に思案したのが米連邦準備制度理事会（FRB）だと言える。先週10日の日本時間早朝のFOMC声明発表は、ほぼリアルタイムで見守りましたが、「苦悩するFRB」がもろに見えて興味深かった。展開を言うと、FOMCの声明発表の直前までニューヨークの株は大きく上げていたのです。しかしその後はドスンと今まで上げていた分くらい落ちた。それは声明の話の展開がマーケットの予想を裏切ったからです。

なぜそう思ったかという、思いっきり最初の2パラグラフ（全文はあとで掲げました）で「景気は前回会合（6月）」の時よりも悪くなったと繰り返し言って「期待感」を高めたあとで、では実際に何をするのかという点に関しては、「現状のFF金利目標レンジは維持」（to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent）、FRB保有証券の元本支払いの再投資という現状政策の維持（The Committee also will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings）を決めただけだったからです。

唯一前回FOMCと異なる表現をしたのは、それまで「are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.」となっていたのを、

「are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013.」とした部分。つまり時間軸を出した。確かに「少なくとも2013年半ばまで異常に低いFF金利の水準保証の可能性大」は思い切った表現です。なにせ「今後少なくとも2年」と時間軸を打ち出しているわけですから。今は2011年。そんなに先まで言っているのかな、と思っていたら、FOMCの中にも反対があった。

最後のパラグラフ、「Voting against the action were:」で始まる文章です。そこにはなんと3人もの反対者の名前が掲げられていて、何に反対したかという、「今までの for an extended period」の方が表現としていいじゃないか、と言っている。

この辺が、バーナンキの焦りなんだと思う。6月の声明とは何か違えないとマーケットを納得させられない。しかし、FF金利の目標を変えようがないし、QE3の話をするわけにもまだいかない。再投資の額の話は出たと思うが、それも時期尚早となったのでしょうか。で、「異常に低いFF金利水準の目処を思い切って”少なくとも2013年半ば”」としようとしたら、当然ながら反対が出た。

### 《 economic growth so far this year has been considerably slower 》

それをFRBの熱意と取るか、無策の焦りとするかでマーケットは迷ったのだと思う。結局10日のニューヨークの株式市場は、FOMC直後の安値からは大幅に反発、前日引値をも大きく上回って引けた。おそらく、その前二日間の営業日で1000ドル以上ダウで下げたために、買い戻しが入ったからでしょう。FOMCの熱意が原因の反発とは筆者には受け取れなかった。凄まじいスイングを作ったのは、FRBでした。

ということは、「アメリカの低金利」は続くと言うことです。FOMC声明は日本の名前を引き続き出しているが、「米国国債の格付けの引き下げ」に関しては、言及がない。有力3社のうち1社だけで、その事を取り上げれば事実を認めたことになるのではないのでしょうか。

それにしても、第一、第二パラグラフを読むと、いかに景気見通しを引き下げたかが分かる構成になっている。前回6月の声明では、「though somewhat more slowly than the Committee had expected」(FRBの予想よりは若干弱い)と言いつつも、基本的には「the economic recovery is continuing at a moderate pace」(景気回復はなだらかに続いている)と言っていたわけですから。それが今回の声明では、「economic growth so far this year has been considerably slower than the Committee had expected」となって、「降参」という感じ。私が気になるのは、「Temporary factors, including the damping effect of higher food and energy prices on consumer purchasing power and spending as well as supply chain disruptions associated with the tragic events in Japan, appear to account for only some of the recent weakness in economic activity.」の部分です。ここでまたしても日本が出てくるのですが、

#### 1. 食糧・エネルギー価格上昇の消費者の購買力と支出に対する押し下げ効果

## 2. 日本の震災に関連したサプライチェーンの乱れ

を「一時的要因 (temporary factors)」と挙げながらも、「appear to account for only some of the recent weakness in economic activity」(最近の経済活動鈍化のごく一部を説明しうるもの)と言っている。私が思ったのは、「じゃ、取り上げなければいいのに」と、「じゃ、本当の原因は何？」です。そこを分析しないと、とてもアメリカの複雑な、そして弱くなりつつある景気を再び強めることにはならない。声明全文は以下の通りです。

Release Date: August 9, 2011

For immediate release

Information received since the Federal Open Market Committee met in June indicates that economic growth so far this year has been considerably slower than the Committee had expected. Indicators suggest a deterioration in overall labor market conditions in recent months, and the unemployment rate has moved up. Household spending has flattened out, investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector remains depressed. However, business investment in equipment and software continues to expand. Temporary factors, including the damping effect of higher food and energy prices on consumer purchasing power and spending as well as supply chain disruptions associated with the tragic events in Japan, appear to account for only some of the recent weakness in economic activity. Inflation picked up earlier in the year, mainly reflecting higher prices for some commodities and imported goods, as well as the supply chain disruptions. More recently, inflation has moderated as prices of energy and some commodities have declined from their earlier peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee now expects a somewhat slower pace of recovery over coming quarters than it did at the time of the previous meeting and anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, downside risks to the economic outlook have increased. The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further. However, the Committee will continue to pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations.

To promote the ongoing economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. The Committee currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. The Committee also will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings. The Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings and is prepared to adjust those holdings as appropriate.

The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Charles L. Evans; Sarah Bloom Raskin; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen.

Voting against the action were: Richard W. Fisher, Narayana Kocherlakota, and Charles I. Plosser, who would have preferred to continue to describe economic conditions as likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.

---

今週の主な予定は以下の通りです。

8月15日(月)	4-6月期GDP(一次速報) 米8月NY連銀製造業景気指数 米8月NAHB住宅市場指数 ロックハート米アトランタ連銀総裁が講演 休場/韓国(光復節)・インド(独立記念日)
8月16日(火)	米7月住宅着工 米7月設備稼働率 米7月鉱工業生産
8月17日(水)	英7月失業率

8月18日(木)	米7月生産者物価 フィッシャー米ダラス連銀総裁が講演 7月貿易統計 7月百貨店売上高 米7月消費者物価 米新規失業保険申請件数 米8月フィラデルフィア連銀製造業景気指数 米7月景気先行指数 米7月中古住宅販売件数 ダドリー米ニューヨーク連銀総裁が講演
8月19日(金)	6月全産業活動指数 ダドリー米ニューヨーク連銀総裁が講演 ピアナルト米クリーブランド連銀総裁講演

### 《 have a nice week 》

引き続き暑い夏の週末でしたね。都内からは人がいなくなったと思いきや、大型商業施設にはいっぱい人が出て来ていました。涼しいからでしょうか。一方で、どのくらいの人が今年の夏は「帰省」を選んだかという、実に40.2%の人がそうしたという調査結果も。明治安田生命保険のアンケート調査。過去最高だそうで、その心は「親や兄弟に会いたい」と。

過ごし方の1位は「自宅でゆっくり」で59.2%だったそうで、「帰省」は2位。前年より2ポイント増で2006年に調査を始めてから最高。「東日本大震災で、家族の絆を再確認したい人が増えたのでは」との見立て。そうかもしれない。日本道路交通情報センターの情報を14日にちらっと見たら、朝方は下りが大渋滞。午後には登りが大渋滞。行く人、そして帰ってくる人。ということはお盆は続いています、今日から本格的に仕事という人も多いのでは。

今日は長くなりました。皆様には、良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(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のですが、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。》