

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2165号

2013年06月10日(月曜日)

《 testing time for Abenomics 》

いわゆる“アベノミクス”が失敗したときに、「では次にどのような選択肢が日本にあるのか」という議論はまだ起きていない。野党を含めてそこまでの新提案を出している政治家もいないのだ。だからその可能性に賭ける空気は依然として残っている。しかし過去2週間に「金融緩和効果が経済全体に働きかけるチャネルの一つ」と黒田・日銀総裁がみていたであろう株高が大きな修正を余儀なくされたことは、日本経済にとっても、参議院選挙を控えた安倍政権にとっても大きな試練である。そしてその試練を乗り越えられるかどうかは、ここ一ヶ月ほどの政府・日銀の対応力が一つの大きな要因になりそうだ。

今の時点で言うと、日本のマーケットや政策運営者にとっての一つの安堵材料は、5月の米雇用統計が「神の配剤」のようにマーケット・フレンドリーなものだったことで、数字が朝方発表された先週末7日のニューヨーク市場では、ダウ平均が207ドル高という「高値引け」という強いエンディングになったし、日本の市場に大きな影響を及ぼすドル・円も一時は94円台をみたものの、その後は円安の方向に動き、引けは97円台の半ばとなった。

具体的には5月の非農業部門就業者数の伸びは「17万人弱」という事前のマーケット予想をやや上回る17万5000人。これは比較的強いが、「米失業率を足早に引き下げるに足る月間20万人の雇用増加」には達していない。「強過ぎもせず、弱くもない」というニューヨークの株価を押し上げるには理想的な数字。つまり、「米経済は弱くはない」と確信できるが、「FRBが直ちに市場での債券購入額(QE3での)を引き下げるに足るほど強くもない」と判断できる。さらにその見方を強めるように同月の米失業率は7.6%と4月の7.5%より上昇した。「失業率がわずかだが上昇したのに、FRBは金融緩和のペースダウンは出来ない」という見方に繋がる。

しかし日本にとってそれはあくまで外部要因である。だからニューヨーク高を好感して月曜など週初の日本の株式市場が大きく上昇し、為替相場の動きが若干安定しても、それは長続きしないとも考えられる。なぜなら、日本経済とマーケットが抱えた問題として二つが大きく残っているからである。一つは「債券市場が安定せずに、長期金利がむしろ上昇気味に、かつ不安定に推移している」という問題。次に「アベノミクスの第一の矢、第二の矢が明確、クリアだったのに、第三の矢は目玉不足で広報的手順も悪い」ことから、今の東

京の株式などマーケットが「ガス欠」状態になっている問題だ。この二つにうまく対処できないと、「アベノミクスは期間半年ほどのバブル、儚い夢」に終わってしまう危険性が僅かだが残る。

《 how to calm bond mart 》

日本の長期金利の不安定な、かつ上昇気味の推移は、黒田金融緩和策の描いたシナリオから見ると期待外れであり、それを期待した向きには一種の“裏切り”に見えるだろう。「金融緩和」という単語から予想されるのは、通常は「金利低下」「市場安定」であって、特に外国人投資家には「こんな筈ではなかった」と思っている向きが多いに違いない。しかも今回は「金融緩和」に「超」とか「異次元」が付いている。

もっとも少し考えれば、日本の金利の曲がり角が接近していて、黒田・金融政策も日本の長期金利の不安定化要因を強く内包していたことは明確だった。それは、

1. 日本の長期金利は既に「これ以上の低下は無理」という名目水準まで下げている、債券市場を有力な資金運用先としていた日本の機関投資家も、「いつどうやって今のポジション過多（国債保有）の状態から抜けるか」という厳しい選択の局面にさしかかっていた
2. アベノミクスそのものが開始時点で「2年先の日本の消費者物価を2%にもっていく」という目標を掲げており、それには疑問（実現可能性）を呈する向きもあるものの、「もしそうだとするとその時の日本の長期金利はどの水準が適当か」という議論は起きるし、それは現状の水準よりかなり高いと思われる
3. だとしたら、「今日はどの水準が適当か」「明日はどの水準が」と市場では憶測が強まるし、債券相場が上がったところでは「これが最後の売り場」と考えて売りを出してくる投資家も増える

という状況だった。もともと金融政策が緩和から引き締めに向かうときはいつも株、債券市場は不安定化してきたし、それには十分な理由がある。株式市場では「業績相場」への橋渡しが出来るかどうか問われる事態になるし、債券市場では売り場を探す向きが増える中で、慣れ親しんだ水準からの「不安感溢れる旅立ち」が待っているからだ。その過程で起きる債券相場の下落は、「金融市場の大宗の資金の在処としての債券市場全体」を不安定化させる。しかも今の世界のマーケットは流動性を持つ全ての市場が繋がった状態だから、日本とアメリカの債券市場の動揺は世界中のマーケットを不安定化させる。

その意味で、今週は日米のいくつかのイベントとその成果がポイントである。第一は月火と開かれ、終了後には黒田総裁の記者会見が予定されている日銀金融政策決定会合。それは「債券市場を落ち着かせる措置か発言を出せるか」に掛かっていると見える。日銀としては、「これだけ大規模に国債を買うことを明言しているのだから、債券市場は落ち着くはずだ」

と考えていたのかも知れないが、規模の大きなポジション（運用資産の大部分）を持って
いる金融機関にしてみれば、売り時、買い戻し時期に神経質にならざるを得ないのは当
り前だ。

「物価を2%に上げる」と当局が言っている中では、「ただ買っていけば良い」時代は明
らかに終わって、unchartered water が始まった。気持ちが不安定になった投資家（金融機
関）とは、少なくともきめ細かい意思疎通と頻繁な市場でのキャッチボール（実弾を伴う）
が必要な筈だ。マーケットには黒田総裁が就任して以降初めて、日銀への信認低下の芽が生
じていると言える。世界的に商品相場が低迷し成長率も落ちている中で、日銀だけがデフレ
脱却という政策目標を達成できる保証はないし、実際に安定するはずだった長期債市場が
不安定化しているからだ。

日銀が取り得る措置としては、日銀の意思が表れやすい「シグナルオペ」とも呼ばれて
いる固定金利オペを、現在の1年以内から2年以上に国債残存期間を広げることなどが検
討されていると思われる。いずれにせよ、今のマーケットは「これだけしますから」と言っ
てあとはコミュニケーションをとらなくても安定するといった代物ではない。なにせ、非常
に大きなポジションのかたまり、そして金融機関の命運がかかっているのだから、日銀が
こまめに対話しないとマーケットは“超”神経質になる。その結果は、日銀への信任が低下
するというわけだ。

第二は、第一の矢、第二の矢に比べれば広報戦略もまずく（弾を分けて発表した）、参議
院選挙を控えて中味も希薄だった第三の矢（成長戦略）をどのくらい中味充実させて、も
ういちどマーケットに“確信”をもたらすことが出来るかである。パッケージとしての発表
は14日と伝えられるので、今まで安倍首相が講演などで公表してきた第三弾までの「矢」
をトータルとしてどの程度仕上げられるのか、新たな要素として法人税の引き下げ、投資
減税などに加えて、インパクトのある中味豊かな規制緩和を打ち出せるかがポイントにな
る。

安倍政権には油断があったと思う。それは第一の矢、第二の矢が非常に効果が高かったた
めだ。しかしそれは、安倍政権の前の民主党政権の無策に比べればまし、という側面が色濃
かった。しかし政権発足から半年以上たった第三の矢・成長戦略で、安倍政権は本当の政治
的実力を問われることになる。今までの第三の矢の三弾の内容（農業の刷新、女性活用、楽
観的目標羅列）では「再び株価が高値をトライする」ことは難しいだろう。それは参議院選
挙を1ヶ月ちょっと先に控えた安倍・自民党政権にとって正念場となる。

《 How Will the Fed Trim Bond Purchases? 》

5月の米雇用統計で「早期の超緩和からの撤退」観測が弱まった中でも、ウォール・ス
トリート・ジャーナルには「How Will the Fed Trim Bond Purchases?」など、今後の米金
融政策の変更、具体的にはゆるやかな引き締めを想起させる記事が載っていた。恐らくこれ
は5月の雇用統計が安心できる内容がであったこととは関係なく、今後も登場する観測だ

ろう。また将来を見据えれば、FRBの当局者（FOMC委員を含めて）は「if」付きで徐々に引き締め方向への金融政策の変更を引き続き語ることになる。つまり、今後繰り返し、繰り返し出てくる話題だということだ。

問題はマーケットがそれにどのくらい慣れるかであり、株について言えば、業績相場への移行をどのくらい確信できるかにかかっていると言える。そういう意味で、世界の市場は引き続き神経質な動きを続けるだろう。ただし円相場には基調的に下方圧力がかかっていると考える。

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|--|
| 06月10日（月曜日） | 1～3月期GDP改定値
4月国際収支
5月対外・対内証券売買契約
5月企業倒産
5月消費動向調査
5月景気ウォッチャー調査
金融政策決定会合（～11）
休場＝中国、オーストラリア |
| 06月11日（火曜日） | 4～6月法人企業景気予測調査
5月マネーストック
5月工作機械受注
金融政策決定会合の結果発表・黒田日銀総裁が会見
米4月卸売売上高
休場＝中国 |
| 06月12日（水曜日） | 4月機械受注
5月企業物価指数
金融経済月報
ユーロ圏4月鉱工業生産
休場＝中国 香港 台湾 |
| 06月13日（木曜日） | 月例経済報告
ニュージーランド中央銀行が政策金利を発表
米新規失業保険申請件数
米5月小売売上高
米4月企業在庫 |
| 06月14日（金曜日） | 金融政策決定会合の議事要旨
株価指数先物・オプションの特別清算指数（SQ）算出
米5月卸売物価 |

米 1～3 月期経常収支

米 5 月鉱工業生産

米 6 月ミシガン大学消費者態度指数速報値

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。最近にしてはちょっと雨っぽかったかな。しかし相変わらず良い天気で、かつ暑い。ちょっと水不足が心配になってきました。少しは気象庁の梅雨入り宣言通り、まとまった雨が降って欲しいと思います。

米カリフォルニア州で行われた米中首脳会談は、当初予定通り声明も発表されず、記者会見も二人の記者に質問を限定して終わりという簡素な感じで終わりました。もともと今回の会談は「具体的成果」を出すためのものではない。二人がケミカルを試すものでした。「何も出てこなくて当たり前」ですが、世界はやはり異例の、8時間にも及ぶ米中首脳会談に注目した。

筆者が持った会談の全体像は、習近平は一生懸命中国が「大国」(major)であり、「アメリカとは対等」と言いたがっているのに対して、オバマは中国を「これが出来たら大国、アメリカの仲間」という形で習近平の言葉を間接的に遮り、「(心のどこかで)対等なんてとんでもない」と考えているのが分かった会談だったと思う。環境とか北朝鮮問題で合意できることはあって、それは会談をセットしたアメリカ政府高官は「ユニークであり、二人が知り合えたという意味では成果があった」と言った。それは確かだと思う。

しかし、米中首脳会談を終えるやいなや、中国の裁判所はノーベル平和賞を受賞した人権活動家、劉暁波氏の義弟、劉暉氏が不動産取引を巡るトラブルで起訴された問題で、劉暉氏に懲役11年の実刑判決を下した。これは見ようによっては中国がアメリカに対して、「人権問題などではアメリカのペースには乗らない」と宣言しているようにも見える。オバマは中国における人権問題を必ずトップ会談では提起したはずですが。産業スパイなどの問題は残ったままだ。

驚いたのは習近平の、「太平洋はアメリカと中国の両国がアコモデート出来るほど大きい」という発言でしょうか。「へえ、太平洋は米中のものなのか」と日本人なら誰でも怒る。中国の「遅れてきた帝国主義」の体質が丸出しです。中国はこの世界の人々を不安定にしている心持ちを一回挫かれる必要があるんでしょうね。それは恐らく国内の体制変換では変わらない。ちょっと息の長い問題ですが。

それでは皆さんには良い一週間を。

《当「ニュース」は三井住友トラスト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、三井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。》