

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2197号

2014年02月03日（月曜日）

## 《 another uncertain month for the market ? 》

実際にかかなりの調整が起きたという意味で先週ほどの動揺はないかも知れないが、引き続き不安定な展開が続くと予想される一週間です。今週は、米1月の雇用統計を最後に非常に重要な経済統計の発表、会合が続く。前回12月の同統計は大幅に予想を裏切っただけに、今回の数字には注目が集まる。かつ市場は年明けから「落ち着きどころ」と「(展開の)ペース把握」に難渋していおり、為替、株、債券とも不安定感が際立つ。この中で一番安定しているのは債券（特に米債など先進国債券）で、動揺するマーケット資金の避難先になっている形だ。

先週はトルコや南アフリカといった“伝統的途上国”の通貨が利上げなどで動揺が一段落したと思われる瞬間もあったが、その後ハンガリー、ポーランドなどの「欧州の途上国」経済の先行きに不安が拡大。その結果先週のマーケットは、株安、途上国通貨安を二度の波で味わって終わった。今年一年という時間軸の中で市場を考えると、FRBのQE3縮小はほぼ確実に続くと思われる。こうした環境の中では、今回のような動揺が何回か起きる可能性がある。その中では当然マーケットが「リスク・オン」の動きを強める局面・期間もあるだろうが、それも「不安定感」を残したものになるかもしれない。

-----  
こうした「途上国が不安の中心に座る」年初からのマーケット環境に関連して、先進国サイドからは

「途上国自身の経済構造改革の遅れ、具体的には外資依存の経済発展に対する批判」

「汚職が蔓延して経済が引き続き非効率なままになっている社会状況」

「タイ、トルコなどに象徴される政治的不安定」

などの点で途上国批判が聞かれる。実際にこれら先進国から聞こえる途上国批判のいくつかは的を射たものだ。途上国は中間層を厚くし、よって国内金融を安定化させるために国内貯蓄を充実させるという地道な政策をとっているところが少ない。勢い「成長は外資依存」のところが多く、しっかりした輸出産業が育たず、貿易収支の赤字国も多い。そもそも経済体質が脆弱なのだ。

しかし途上国サイドからはインド中銀のラジャン総裁のように、「国際的な金融協調が崩

壊」したと先進国サイドを批判し、先進国は世界の金融協調体制の立て直しに努めなければならないと反論する向きもある。同総裁はブルームバーグとのインタビューで、『「わが国はわが国のすべきことをするから、あなたがたはあなたがたで必要な調整をすればいい」とは言えない』と、「超緩和状態からの脱出」を図るFRBなどの姿勢を暗に非難する向きも出てきている。日本や欧州ではまだ超緩和が続いているし、「先進国は勝手に自らの都合で金融政策を動かし、その余波をインドなどが受けている」というのが同総裁の見方だ。これにも一理ある。

途上国サイドからすれば、一時は「世界経済を引っ張る牽引車」などと途上国経済の発展を先進国は褒め称えながら、いざとなればFOMC声明にもオバマ大統領の一般教書演説にもほとんど登場しない“途上国”という存在。そのような環境に甘んじざるを得ない現実に関して、不満の一つも言いたいのだろう。今、一部途上国経済が直面している経済的苦境、具体的には自国通貨安とそれに伴う国内インフレ懸念、そして直接投資の減少、さらに国内株式・債券相場の弱い基調は、「すべて先進国の都合」で生じているのではないかとの思いがある。

途上国サイドが何もしていないわけではない。先週は先々週とは全く違った展開があった。具体的には利上げをした国がインド、南アフリカ、トルコの三カ国。しかしそれも協調があった利上げではなく、一時的な市場安定策にとどまっている。クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)市場では、これら諸国のリスクは本質的な意味で低下してはいない。利上げで一時低下していたトルコと南アフリカの債務保証コストは、その後再び上昇。「市場の信頼感回復」には至らなかったことを示している。

各国それぞれの措置にしても、例えば南アフリカの利上げ幅(政策金利レポレート)を50ポイント引き上げて5.5%。利上げは約6年ぶり)に関しては、「幅が不十分」との見方もある。また、一部の政策金利を2倍にするという荒業をやったトルコに関しては、「国内経済に打撃を与える」「もろ刃の剣」との冷めた見方もある。

### 《 Fed on course 》

先週開催された今年最初の、そしてバーナンキ最後のFOMCは、予想通りQE3のさらなる100億ドル削減を決めて閉会した。そしてバーナンキは、記者会見もなく議長職を去った。今月からはFRBのイエレン体制がスタートしている。そのバーナンキ最後のFOMCから出てきた声明を読んでいて気づいたのは二点だった。第一は、2011年8月のFOMC(予定外の開催)以来ずっといた「政策への反対者」が今回は一人もいなくなったこと、第二は最近の一部途上国通貨の大幅な変動(その大部分は急落)に関する言及が全くなかったことである。

第一の点、つまり今回もQE3に基づく債券購入額を合計100億ドル(米国債50億ドル、モーゲージ債50億ドル)減らして月間650億ドルにしたことに関して「誰も反対しなかったということは、昨年12月の米雇用統計の弱さ(非農業部門就業者数が7万4000

人に過ぎなかったこと) など一部景気指標の弱さに関しては「一時的ぶれと FOMC 全体がみなしていること」、よって「さらに今後も毎回 100 億ドルの削減を FOMC 開催時ごとに続ける方針であること」を示す。

声明を読むと、「景気は全体的には改善に向かっており、失業率も低下の方向だ」という FOMC の総意（反対者がいないので）が示されたことになった形だ。今回の声明には「economic activity will expand at a moderate pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate.」という表現が見られる。わずかながら FOMC は米景気判断を引き上げたと思われる。

前回の昨年 12 月の FOMC（月間 850 億ドルだった債券購入額を初めて 100 億ドル削減）では、「Voting against the action was Eric S. Rosengren, who believes that, with the unemployment rate still elevated and the inflation rate well below the target, changes in the purchase program are premature until incoming data more clearly indicate that economic growth is likely to be sustained above its potential rate.」と Eric S. Rosengren が QE3 の債券購入規模縮小に「時期尚早論」を唱えていた。それ（反対者）が消えた。ということは、「更に今後の 100 億ドルごとの削減」に関しては、FOMC が確信・総意に満ちた行動であることを示す。筆者にとっては更なる 100 億ドル分の削減は予想通りだったが、反対者が出なかったことは予想外でした。雇用統計が悪かっただけに。

しかし第二点、つまり少なくとも FRB の政策を一因として一部途上国が直面している苦境（通貨下落、金利上昇など）に関して何も言及がなかったことは、筆者にとってもっと予想外でした。私は FOMC で何かを言う、触れるだろうと思っていたし、それを前回のレポートで予想した。しかし声明を何回読んでも、全く一言も言及がない。

なぜか。何かを語ったら、米金融政策が「外部要因に左右されていることを示してしまう」と思ったのかもしれない。全体の流れの中で、うまく表現できなかった可能性もある。しかし根本にあったのは、「(FOMC 開催時点では) 一部途上国で見られる市場の混乱は、米国経済の先行きに影響を与えるようなものではない」との判断があったと思われる。中央銀行のスタンスとして、それには一理ある。

しかし影響は出たと思う。途上国の「まなじりを決した利上げ（途上国サイドの）」にもかかわらず、これら諸国の通貨は売られた。さらにその混乱を見てニューヨーク市場では株価が下がり、その影響で指標 10 年債の利回りは先週、昨年 11 月 26 日以来初めて 2.70% を割ったからだ。

先週のマーケットでドルが円に対して下げたのは、この米金利の低下を見たからでした。もっともドルはユーロなどに対しては強かった。「ドル」としてはまちまちだったと言える。全般的に上がったのは引き続き（疑問は残るが）「リスク・オフ」の対象通貨と考えられている円です。先週は何回か 101 円台があり、今週も一時的に円の高値を試す場面が予想さ

れる。もっとも日本の対外収支の状況を考えれば、急速に円安に振れる局面も予想される。

バーナンキの最後の先週の FOMC は、「静かな終わり方」とは言えなかった。このことはイエレン女史の前途が少なくとも当面は多難であることを示唆しているように思う。

### 《 shrinking role of U.S.A in the world ? 》

ところで、先週はアメリカの「今年一年の方針」が示されるオバマ大統領の一般教書演説があった。いつもの年だったら地上最大・最強の国家であるアメリカの年間方針公表であるので、世界中の関心を集めるのだが、今年はちょっと違った印象を受けた。筆者が読んでいて思ったのは、「いろいろな人を登場させて、その人たちのエピソードの力を借りるというインパクトに欠ける内容」「外交などの大きな方針表明がなかった」「読んでいた物足りない印象」というものでした。

今の43%という支持率の低さから考えれば、「それも仕方がないかも知れない」と思う面もある。しかし「何かあれば世界はアメリカを頼ってくる」と言っておきながら、世界に向かって発したメッセージは全くなかったと言っても過言ではなかった。かつてアメリカ大統領の一般競歩演説では頻繁に出てきた「freedom」の単語は、私のカウントでは今回1回しか出てこない。ということはそれを拒否している国々への非難、例えば中国への批判もないということです。

演説全体に込められた一番のポイントは、「job job job」で、それは世界の指導者全員が気にしていることだから仕方がないにしても、「最低賃金のテンテン(10ドル10セント)がウリ」というのでは、やはりクビを傾げたくなる。「アメリカは良くなっている」「産業でも何でも強くなっている」と言いながら、そして「我々は一つだ」と言いながら、でも「あまりにも多くの人々が職に就けない」「失業保険の期限切れで苦境に立っている人が居る」と嘆く。「今は動かなければならない」というのはその通りだが、ねじれの議会にしびれを切らせて「自分の権限でやる」というのでは、今ひとつ彼を取り巻く人々には力が湧かないでしょう。

今年の中間選挙を含めてオバマ大統領にはまだ3年の期間がある。これは長い。この期間にどう成果を出すのか。一般教書演説を終えてオバマ大統領は国内遊説に出ているようですが、引き続き国民とメディアの関心を集めることが出来るのかどうか。少なくとも世界はオバマへの関心を失っているように見える。

-----

今週の主な予定は以下の通り。

02月03日(月曜日)

オーストラリア1月住宅着工許可件数

1月新車販売

12月税収実績

1月大手百貨店売上高速報

米1月ISM製造業景況感指数

0 2月04日（火曜日）	米 12 月建設支出 米 1 月新車販売 休場=中国、香港、台湾、マレーシア 1 月マネタリーベース オーストラリア準備銀行の定例理事会 12 月鉄鋼輸出量 米 12 月製造業受注 休場=中国、台湾
0 2月05日（水曜日）	12 月毎月勤労統計 ユーロ圏 12 月小売売上高 英イングランド銀金融政策委員会（～6 日） 米 1 月 ADP 雇用レポート 米 1 月 ISM 非製造業景況感指数 休場=中国
0 2月06日（木曜日）	オーストラリア 12 月小売売上高 オーストラリア 12 月貿易収支 1 月輸入車販売 1 月都心オフィス空室率 欧州中央銀行理事会 欧州中央銀行のドラギ総裁が会見 米新規失業保険申請件数 米 12 月貿易収支 米 10～12 月労働生産性速報値 米 1 月主要小売業売上高 休場=中国、ニュージーランド
0 2月07日（金曜日）	1 月上中旬貿易統計 12 月景気動向指数 1 月携帯電話各社契約件数 米 1 月雇用統計 ソチ冬季五輪が開幕

先週のマーケットの一つの特徴は、「混乱」の陰にあって先進国から出てくる経済統計が物価統計を除けば「経済の順調な回復」を指し示すものが多かった、ということだ。アメリカでは消費のベースになる消費者の景気信頼感は強かったし、昨年最終の四半期の成長率も高かった。これらの統計を見ればアメリカ経済は再び拡大を開始しているように見える。FRBの確信の根っこのように思う。日本も4月からの消費税引き上げを控えているだけに経

済統計には歪みが予想されるものの、依然として強い数字が出続けている。もっとも「先行きは不安」とすむ向きが日本では増えてはいる。

しかし先進国経済に言えることは、物価統計が依然として弱いということである。例えばドイツ連邦統計庁が先週発表した1月の消費者物価指数（CPI速報値）は、欧州連合（EU）基準（HICP）で前年比1.2%上昇と、前月から伸び率は横ばいとなった。市場では若干の加速が予想されていたことから、今週も理事会が開かれる欧州中央銀行（ECB）にデフレ・リスクへの対応を求める圧力が強まる可能性がある。こうした事情（物価上昇率が弱い）はアメリカでも同じであり、各国における債券買いの背景となっている。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。温かかったというのが全体的な印象ではないでしょうか。私は山形県にいましたが、全く予想外に里には雪がなかった。日曜日にも降ったのは雨でした。無論蔵王の「山頂駅」（ケーブルカー）に行けば雪はたっぷりありましたし、モンスターと呼ばれる樹氷が立派に育っていましたが、山形の地元の人達も「こんなに里に雪が少ないのは何十年ぶり」と言っていました。

-----

ところでこの週末は、「大阪市の市長さんである橋下さんの発想はよく分からんな」と思いました。再度の市長選を想定しているようですが、それはご自身が言っている通り「わがまま」以外の何でもないような気がする。

だってそうでしょう。「都構想」を巡って選挙をしたいなら少なくとも府知事選挙（本当はもっと広域だが）もやるのが筋。かつ議会の構成も変える必要がある。とういことは議会選挙も待たねばならないはずです。しかしそれはやらないし待たない、と言っている。ということは、大阪市民に対して、「俺を再び選ぶのか、それとも俺を政界から去らせるのか」という選択を迫る選挙をあえてするということになる。

私は毎週大阪に行っているので少しは知っていると思うが、では大阪の方々がそもそも「都構想」に関心があるかと言えば、私の知っている限りでは「ノー」です。誰もが「なんなんでしょうね、あれは」と言っている。そういう人が圧倒的だろう。そんな市民にもよく分からない構想を巡って選挙するのは、「市民にとっていい迷惑」ではないでしょうか。堺市民は、「わからん」と言って維新の候補を市長選で拒否した。

大阪市民にはもっと、働く場所を増やして欲しいとか、生活を楽にして欲しいとか、東京に負けたくないとか、大阪を変えて欲しいとかいろいろな希望があるはずですが。それを全部捨象して「都構想」を名目に自分の信任投票をやる選挙にどんな意味があるのか。しかも橋下さんが次の市長選で負けたら、松井知事も辞める、政界を去るといふ。これって「市民に対する脅しではないのか」とも思う。松井さんは政治生命そのものを橋下さんにかけているということになる。

「維新」出身の議員一人一人には、いろいろな思いがあるのでしょう。橋下さんが引っ張

ってきた政党なので、次の市長選で橋下さんが負ければ、「維新そのものが存亡の危機」に立つ。だから、彼が代表を辞めて市長選に集中すると言っても、「どのくらい応援すべきか」を一人一人が問われることになる。維新の国政レベルを初めとした議員の方々は、「都構想という自分の選挙区とは直接関係ない構想」に全く振り回されることになる。では「橋下なき維新」は石原さんが率いるのか。それではまとまりを欠くでしょう。

大阪の市民の方もこれでは選挙をやる気にはなれないでしょう。対立候補が誰になるのか知りませんが、市民は「なんだかな」と思うのではないか。私は市民の方々が中途半端な選択を迫られると思うし、市民の間から「なんなんだこれは。税金がもったいない」「ただのわがままに付き合わされるのか」という反発が出ると思う。次の市長選で例え橋下さんが勝ったとしても（対立候補次第の面がある）、それが「都構想」への支持、橋下徹という政治家の復権には繋がらないような気がする。

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、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。》