

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2203号

2014年03月17日（月曜日）

## 《 outdated and confusing 》

ウクライナ情勢についてはあとで触れるとして、今週の焦点の一つは18、19日の両日に開かれるFOMCです。イエレン新議長の下で開かれる最初の公開市場委員会。テーパリングについては「継続」がほぼ確実視されています。つまり100億ドルのFRBによる債券購入額の引き下げ。それほど強くはないが2月の雇用環境は改善し、それまでの低い数字が「厳しい冬」の為の一時的な現象である可能性が強まった。加えてもっと基本的な所では、「一回開始した措置を安易にはやめられない」という事情もある。確かに今年に入ってから米経済統計には弱いものも多いが、それらは「冬の寒波の影響」が読み切れただけに、政策を中断する理由には当たらない。かつ一時FRBのテーパリングを背景に荒れていた途上国市場もインド市場を中心に落ち着きを取り戻している。

むしろ今回のFOMCの焦点は、一部の市場関係者から「outdated and confusing」（時代遅れで、混乱を招く）と悪評が高いフォワード・ガイダンスの一つである「短期金利引き上げの目安としての失業率6.5%」という数字をどうするのか、だと思う。そもそも米失業率は既に1月に6.6%、2月も6.7%で6.5%という数字にはニアミス状態。FRBはこれまで繰り返し「6.5%はそのレベルで必ず金利の引き上げをするという水準ではない」「失業率が6.5%を下回ってもゼロ金利を柱とする超金融緩和措置は続ける」と述べている。だから政策運営の余地は既に作ってあるわけだ。

しかしでは「なぜ6.5%のターゲットを維持するのか」ということになる。失業問題の専門家であるイエレン議長は、

「6.5%という特定の失業率が、米雇用情勢の改善を代表的に物語るものではない」  
「失業率は雇用情勢を表す一つの指標に過ぎない」  
「むしろ雇用の質などが忘れられる」

との思いを抱いているはずだ。だとしたら、市場からもその存在価値を「outdated and confusing」と言われている数字を外すか、別の指標に置き換える事が必要になる。筆者がFOMCの声明文やFRBの関係者の講演録、議会証言などを読んでも、過去には価値があったのかも知れないが、今この「6.5%というフォワード・ガイダンスに関わる数字」の意味を見いだすことは全く出来ない。バーナンキ時代からの名残だけで存在しているように

見える。

それとは別に、寒波による統計の乱れが指摘される中で、FOMC が声明で景気についてどのような判断を示すかも興味を持てる。今までのマーケットは弱い数字が出て「恐らく寒波のせい」という形で理解している。しかし本当にそうなのか。寒波では説明しきれない弱い統計も出てきているだけに、FOMC 声明での当局の景気判断は関心を呼ぼう。筆者はFRB がテーパリングの一時休止などの措置が出るとしたら、寒波後の3月の数字が出る4月になってから、と考えている。数字が著しく悪く出た場合だ。今週のFOMC 声明はそういう観点から見るのが可能だ。

### 《 Crimeans Vote to Join Russia 》

特に先週後半のマーケットで世界的なリスクオフ（株安、円などの通貨高）の動きを誘発したウクライナ情勢は、この週末16日段階でクリミア自治共和国での住民投票まで進んでいる。二つの選択肢を問う選挙ですが、その選択肢とは、

1. クリミア自治共和国をロシア連邦へ編入させることを支持するか否か
2. ウクライナへの帰属を決定した1992年制定の憲法を支持するか否か

いっけんウクライナに残る道が「2」で残されているように見えて、1992年制定のウクライナ憲法は現状のものよりクリミアの分離独立に関する手続きを詳細に定めていて、その憲法復活ではクリミアのロシア編入が容易になるのだという。結局はロシア編入かウクライナ内の地位再交渉（ロシア編入を視野に置いた）のどちらかしかクリミアの住民には選択肢がなかった。現状維持という道は選びようが無かったということだ。

既に月曜日の早朝段階で海外のメディアは出口調査を実施しているが、その結果は「圧倒的に最初の選択肢が選ばれた」と報道されている。正式な選挙の結果発表は日本時間の月曜日午前中の予定だが、正式発表を待つまでもなく「1」が選択されたということです。これは事前に予想されていた。なにせクリミア半島の住民の6割はロシア系であり、「ロシアへの復帰を望んでいる人が圧倒的」と言われていた。加えてクリミア・タタール人の多くは選挙をボイコットしている。だから結果は見えている。

問題は、この選挙を全く認めないとしているアメリカや欧州がどのような制裁措置を発表するのか、そしてロシアのウクライナへの容喙がクリミア半島の域外（他のウクライナ東部）にまで及ぶのか。今朝現在までの情報によると、ロシアが糸を引いていると見る選挙が実施され、“独立”（手続き的にはまず独立し、その後編入の予定）の結論が出た段階、その後ロシアがクリミアを“編入”（2週間程度の時間がかかる予定）した段階などの「事態の推移」に従って、制裁のレベルを上げてく方針のようである。

中味は「資産凍結と渡航禁止」が主な措置になるようで、既にEUサイドは今回の一連の動きを先導した人々を120人～130人ピックアップしており、その中から段階ごとに

対象を選別し、段階が上がるごとに対象を上方移動させながら増やしていく予定のようである。当初制裁の対象にはプーチン大統領やラブロフ外相は入らない予定という。

ただし先週末にFRB保有の米国債が大幅に減少したことなどから、「ロシア政府やその関連の機関、ロシアの富裕層が売ったのではないか」「アメリカや欧州では数十億ドルの資産が流動化し、ロシアや第三国に流出した」とも言われている。ロシア側もある程度は「制裁に備えた」行動を取ったことになる。もっとも今回の一連の騒動によって、ロシアの株価は16%も低下し、それによってロシアの資産家が被った損失は膨大な規模になる、とも言われている。これは潜在的にプーチン政権に対する批判を醸成する可能性もある。しかし今現在の同大統領のロシア国内での支持率は7割を超える。圧倒的だ。

マーケットの人間として考えなければならないのは、制裁の“常態化”には前例があるということだ。例えば対イラン、対北朝鮮など。それ自体は常態化によってマーケットでは材料視されなくなった。マーケットが一番嫌がるのは突発的な出来事で、予想されるものはかなり織り込む。イランや北朝鮮とロシアでは影響力は違う。しかし制裁の継続中は株価が下げ続けるとか、リスクオフで円が買われ続けると言うことは決してない。だから欧米が「粛々と制裁」ということになり、それだけで終われば、株価の反発や円相場の反落も予想される。

しかしそれで落ち着くのかどうか問題だ。制裁されればロシアは報復すると言っている。またロシアはウクライナ東部、例えばドネツクなどで起きている住民同士の争い、例えばウクライナ人とロシア系ウクライナ人との争いや死者の発生に関して、「介入する（ロシア人を保護する）権利を留保する」と外務省声明している。より大きな問題はこの「拡大」です。

既にキエフのウクライナ政府によると、クリミア半島に隣接するウクライナ東部で「小規模なロシア兵による領土侵犯」があったと伝えられる。クリミアはそもそも地理的にも半島だし、自治共和国を作っている。しかしウクライナの東部は、「じゃ、どこから」と言われても難しい。結局東部を支配するためにはウクライナ全土を対象に軍を派遣することになるかも知れない。ロシア軍はクリミアに対する増派を続けていると言われる。その場合、ウクライナ軍は負けると分かっているにもかかわらず戦うでしょう。そしたら、米ロも「資産凍結や渡航禁止」というレベルの制裁では済ませられなくなる。

ウクライナ情勢はまだまだエボルブの最中です。今週の主な予定は以下の通り。

-----

03月17日（月曜日）

月例経済報告

米3月ニューヨーク連銀景気指数

1月対米証券投資

米2月鉱工業生産

米3月NAHB住宅市場指数

休場=インド

0 3月18日(火曜日)	中国2月主要70都市の住宅価格動向 ユーロ圏1月貿易収支 独3月ZEW景気予測指数 欧州2月新車販売 米2月消費者物価 米2月住宅着工 米FOMC(~19)
0 3月19日(水曜日)	2月貿易統計 2月電力需要実績 2月マンション市場動向 2月粗鋼生産 2月百貨店売上高 米10~12月経常収支 米FOMCの結果発表(27:00)
0 3月20日(木曜日)	米新規失業保険申請件数 米2月コンファレンスボード景気先行指数 米3月フィラデルフィア連銀景気指数 米2月中古住宅販売
0 3月21日(金曜日)	春分の日で東京市場は休場 ユーロ圏3月消費者信頼感・速報

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。やはり「春の接近」を感じる週末でした。避寒桜があちこちで綺麗に咲いている。染井吉野で有名な千鳥ヶ淵の緑道にもその手の桜は8本くらいあって、先週木曜日には花を咲かせ始めていましたので、今頃が綺麗だと思います。週末は「今年最後のスキー」ということで、私は再び越後湯沢にいましたが、新幹線もちゃんと動いて快適でした。しかし山の雪が日々少なくなっていく中で、「今年もあとスキーが出来るのは二~三週間だろうか」と思いました。

-----

ところで約一週間前に消息を絶ったマレーシア航空機ボーイング777(370便)の行方は今もって全く不明。分かってきたのは、「マレーシアの発表は、実に後追いが多く頼りにならない」ということでしょうか。私が最初に目にしたウォール・ストリート・ジャーナルの「信号が途絶えてから数時間370便は飛行を続けた」という報道に関しては、マレーシア航空、政府は最初否定していた。しかし週末になって首相が、「誰かが意図的に通信二系列(航空機の所在を公的に知らせる)を遮断し、その後恐らく西に向かって7時間以上飛行を続けた」と述べたようです。つまり北京到着時を超えて空を飛んでいた、と

いうこと。

じゃあどこに、が問題となるのですが、北西に行けばカザフスタンの方向と言われる。しかしインドや中国の防空システムでは捕らえられていない。よほど低空を飛ばなければレーダーが捕捉するのに。「南西説」もあるらしい。インド洋の南、オーストラリアの西ですから、衛星にしか気付かれずに飛行を続けられる可能性がある。しかし一番問題なのは、「誰が何故」という点。パイロットや乗客の身元調査を再開したそうですが、「通信二系列を意図的に遮断」するのは、「よほどの知識がなければ無理」だそう。そりゃそうでしょう。簡単に出来るのはパイロットや副操縦士ですが、それも視野に入っていて、家まで捜索したという。

もう一週間もたつから、「どこかに不時着している」とも考えられない。あまりにも目に付きますから。「地上に落ちた」とも考えられない、という。エンジンなど各種の機器が信号を発するから、と言われる。結局「海」ということになるが、「ではどこを探すのか」という問題が起きる。従来探していたところの捜索は「打ち切り」とか。もっと早く飛行機が西に向かったことが分かったら、無駄な国際的な作業はしなくて良かったし、もっと素早く飛行機の所在を探せたのに、と私などは思う。

それにしても、飛行機の飛行方向や取った行動（急上昇するとか、低空飛行をしたとかいろいろ説がある）を「そんなに補足できていなかったのか」と思う。今までの二系列で十分なんだろうとも思う。しかしその一方で、「飛行機くらいになると、エンジンを含めていろいろ信号を出す機械が多いんだ」とも思う。ロールスロイス製のエンジンも信号を出していた、と言われる。考えてみれば、メンテの関係で小松製作所の大型機械は部位ごとに「順調に機能しているかの信号をどこにいても出して、それを本社が捕捉、修理を敏速にしている」と言われるから、当たり前ですが。

なんか今回の事件では、「これだけ日常化し、事故も割合としては極めて少ないが、飛行機の世界も分からない事が多い」と実感しました。それでは皆様には良い一週間を。

《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。》