

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2204号

2014年03月24日（月曜日）

《 digesting Ukraine situation 》

先週は世界の株価の動きを見る限り、マーケットがウクライナ危機をほぼ乗り越えた一週間だった。日本は弱かったが、米欧を中心に世界の株価は総じて強く、何よりもロシアの株価が大きく反発し、ルーブルも安定した。これは、ウクライナ情勢が

1. クリミア半島情勢を巡って一見欧米とロシアの「制裁の応酬」が展開し、緊張しているような形にはなっていないものの、その制裁は「双方の一部主要政府閣僚・議会関係者の資産凍結と渡航制限」というとても“制裁”とは言えない緩いものとどまっていること
2. 世界経済に混乱が及ぶような本当の意味での“制裁”が発動されるとしたら、ロシアがクリミア半島以外のウクライナの東部、南部などに容喙した場合だが、その点に関してはロシアの国防相もプーチン大統領も今のところは「それはない」と言っていて、今のロシアの関心がクリミア半島の完全掌握に向いていること

による。マスコミ的に書きにくいことではあるが、言ってみれば国際政治の冷徹な論理から見ると、「クリミアは done deal」であり、マーケットもその見方に与していると言える。

そこにはいくつかの理由があるが、一つは1954年のフルシチョフの突然のクリミア半島のウクライナへの併合（フルシチョフの婦人はウクライナ出身であり、フルシチョフはクリミアに思い入れがあったと言われる）という歴史的経緯。つまり「クリミアはロシア」という消しがたい歴史がある。

二つ目は「自治共和国の住民投票がロシアの軍事的プレゼンス、それによる威圧の中で行われたという問題はあるにせよ、住民の圧倒的多数の賛成でクリミアの分離・独立→ロシアへの編入」が決まった以上、欧米にしても本音のところでは「それに反対しても仕方がない」と思っているという事情がある、ということだ。それは当のウクライナ（キエフの親欧の政府）も「言葉」では拒否していても、「行動」では認めている。ウクライナはロシアのクリミア半島全体（基地も含む）の“ロシア化”（ウクライナの基地のロシアによる接収、通貨のルーブルへの切り替え、行政組織の脱ウクライナなど）にほとんど抵抗していない。

今の問題の核心は「ロシアがウクライナの東部、南部に侵攻するかどうか」という点に尽きる。オバマの二回目の制裁に関する声明を見れば、この間の事情は明らかである。オバマ

は

「Now, we're taking these steps as part of our response to what Russia has already done in Crimea. At the same time, the world is watching with grave concern as Russia has positioned its military in a way that could lead to further incursions into southern and eastern Ukraine. For this reason, we've been working closely with our European partners to develop more severe actions that could be taken if Russia continues to escalate the situation.

As part of that process, I signed a new executive order today that gives us the authority to impose sanctions not just on individuals but on key sectors of the Russian economy. This is not our preferred outcome. These sanctions would not only have a significant impact on the Russian economy, but could also be disruptive to the global economy. However, Russia must know that further escalation will only isolate it further from the international community. The basic principles that govern relations between nations in Europe and around the world must be upheld in the 21st century. That includes respect for sovereignty and territorial integrity -- the notion that nations do not simply redraw borders, or make decisions at the expense of their neighbors simply because they are larger or more powerful.」

と述べている。最初に出てくる「these steps」というのは、初回、二回目の制裁で発動された一部ロシア要人に対する資産凍結・渡航制限を指す。それはオバマの言葉を借りれば「our response to what Russia has already done in Crimea」つまり「既にロシアがウクライナでしてしまったことに対するもの」である。すんだことに対してはその程度の制裁にとどめたとまず言っている。ロシア人はこれを聞いて「大笑いした」そうだ。あまりにも制裁にもなっていない、と感じたのだろう。

しかし重要なのは次の文章だ。「the world is watching with grave concern as Russia has positioned its military in a way that could lead to further incursions into southern and eastern Ukraine」とオバマは言う。訳すと、「ロシアはウクライナの南部、東部へのさらなる攻略に繋がるような形で軍隊を位置取りしており、世界はこれを重大な懸念を持って見守っている」となる。不思議なことにこの文章が日本のウクライナ報道にはほとんど欠けている。

その後にオバマは、「我々はEU諸国と、ロシアが一段と事態をエスカレートした場合により厳しい制裁を科す話し合いをしている。そのプロセスの一環として、私は個人のみならずロシアの重要産業セクターに対しても制裁を科す権限を生じさせる新しい大統領令に署名した.....」となっているのです。つまりオバマが署名した大統領令は、言ってみればクリミア情勢に関係があるのではなく、それ以外のウクライナの東部、南部へのロシアの侵攻を

懸念したものとも言える。かつ声明のこの部分が重要なのは、間接的に「ロシアがクリミア以外のウクライナに侵攻しても、アメリカとして軍事オプションを取ることはない」と言っていることだ。

つまり、大統領令を実施に移すのはあくまで「ロシアが（クリミア半島を除く）ウクライナ東部、南部にさらなる侵攻をした場合」の話です。その場合は、ロシアの主要産業（エネルギーを含む）に対する制裁を科す..... しかし軍事行動はないということであって、これらの一連の動きを見るとマーケットが「ウクライナ情勢は材料としては一巡した」と考えるのは当然だと言える。なぜなら今のところロシアはクリミア以外には直ぐに手を出す気配を示していないからだ。

むろんウクライナの東部・南部に対する今現在のロシアの言質が、一転して撤回されることはありうる。クリミアに対してさえ、ロシアは最初「軍を派遣しない」と言っていた。だから最初にウクライナに派遣されたロシア軍は、ロシア軍の腕章を外していた。軍服はそのままだったが、プーチンは「そんなものはどこでも買える」とうそぶいた。同じ事をロシアがドネツクなどのウクライナ東部で行う可能性はある。しかしそれが無い限り、マーケットにとっては実は「ウクライナ問題は done deal」である。

《 her first FOMC and first mistake 》

クリミア情勢がマーケット的に見て材料として後ろに引っ込む中で、世界中のマーケットがほとんど誤解によって混乱したのがイエレン発言騒動でした。日本のマーケットはそれを消化しきれないうちに先週は木曜日取引を終えたが、ニューヨークの株は一端大きく下げたものの（水曜日の取引で一時ダウは200ドル以上下げた）、その後同日中に引けまでの取引で100ドル戻し、次の木曜日に108ドル戻してチャラとした。

金曜日は高寄り後、「C型肝炎のある治療薬が高価過ぎる」と言うことで議会が「値下げ指示」の動きを示したために医薬品株を中心に下げ、結果ダウも小幅な下げになったが、それでも先週一週間の同株価指数は1.5%の上昇だった。S&Pも金曜日のザラ場で史上最高を更新したが、その後引値としての史上最高値からそれほど遠くないところで取引を終えた。

マーケットが先週の水曜日に大きく乱れたのは、イエレン議長がFOMC声明発表後に行った記者会見の場で、「QE3を終えた後にどのくらい利上げに踏み込むのか」と聞かれたのに対して、これは多分質問したのが女性記者でより丁寧に答えようとしたのだと思うが、答えの中で不用意に「six months」という言葉を入れてしまったからだ。これを聞いたCNBCのアナウンサーなどが「六ヶ月六ヶ月」を騒ぎだし、彼女の言った前後関係や意味を咀嚼しないままに広めた結果だった。実際に彼女が言ったことは

“It’s hard to define but, you know, it probably means something on the order of around six months or that type of thing,” she said. “What the statement is saying is

it depends what conditions are like.”]

というものです。これはどう読んでも、「QE3 後六ヶ月で利上げ」とは読めないものだ。しかし「six months」だけが一人歩きした。そもそも「QE3 の縮小ペースも not a preset course」だと言っているのだし、声明、および彼女の最初の方の言葉でも「for a considerable after.....」と言った後で出てきた発言。しかも声明には「アメリカのインフレ率が上がらない事への懸念」が一文として入れられた後だけに、彼女の本意は明らかだったが、マーケットは一部の報道関係者の発言に煽られて混乱した。しかしそんなのは少し時間がたてばはげる。なぜなら、FT も書いているが「The most probable interpretation of this remark is that it does not mean very much at all.」だからだ。

むろん課題は残った。何よりも「FRB は利上げを早期に行う意図だ」という間違った見方が広がったし、ある意味イエレン議長も軽率だったと言える。決して「six months」などという単語を持ち出す場ではなかった。ただし「彼女が議長になってタカ派に急変した」とかいう見方は間違いだろう。副議長ながらまだかなりの部分「一人の理事」として発言していた時期と、トップの議長になって「取り纏め」が仕事になった時とは違う。従来とは少し違った立場からの行動・発言が出てくるのは自然だ。

しかし「金利を引き上げるメドとして6.5%」というフォワード・ガイダンスを最初の FOMC で落としたことにも示されるとおり、彼女は引き続き雇用と低インフレを懸念している。だから今のマーケットで取り沙汰されるほどには安易に金利の引き上げはしないだろう。

《 Voting against the action was Narayana Kocherlakota 》

肝心の FOMC の中味については以下のことが言える。

1. アメリカの景況については、その間の寒波などあってよく見えないところがあるが、12月から4月というスパンで考えると、12月時点での見方(FRBの)を変える必要はない
2. 故に、昨年末から行っているテーパリングに関しては、今回も全体で100億ドル削減して、月間の債券購入額を550億ドルとする
3. 2012年以来使っていた「失業率6.5%」という金利を引き上げるガイダンスは「ineffective」なので落とし、「a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent」を考える
4. ずっと根深くターゲットである2%を下回っているインフレ率については、「could pose risks to economic performance」と一文を設けて警戒を示し、「インフレ率が上昇するかどうかを監視する」と述べた
5. イエレン議長の最初の FOMC から反対者(コチャラコタ)が出て、彼の反対理由が

「who supported the sixth paragraph, but believed the fifth paragraph weakens the credibility of the Committee's commitment to return inflation to the 2 percent target from below and fosters policy uncertainty that hinders economic activity.」とやや複雑なものだったこと

などが主なポイントだ。概ね最初の四つについては予想通りだった。最後のコチャラコタの反対については、彼がこの週末に FT だったと思ったが「なぜ反対したか」を述べていて、それを見ると要するに「This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments.」の声明部分が曖昧すぎる、と反対したのだという。その上で彼は、従来6.5%だった「利上げの目安としての失業率」を「5.5%に設定すべきだ」と主張していた。しかしFOMCとしては「目安の1%引き上げ」は難しいと判断したのでしょう。なぜなら乖離しすぎていて、「それまでの目標の信頼性、意味が完全に失われる」からだ。

もう一つ「1」に関連して言うと、先週発表された米経済統計では概ね、「数字が弱かったのは天候関連で説明できる」との見方をマーケットは強めたと言える。数字も良かったものが多かったからだ。しかし依然として「そう理解するしかない」という面があり、今週から来週にかけて出てくる統計は「その見方が正しかったかどうか」の試金石になる。

今週の主な予定は以下の通り。

03月24日（月曜日）	2月スーパー売上高 3月HSBC中国製造業PMI速報値 ユーロ圏3月PMI速報値
03月25日（火曜日）	独3月Ifo企業景況感指数 米1月FHFA住宅市場指数 米1月S&Pケース・シラー住宅価格指数 米3月コンファレンスボード消費者信頼感 米2月一戸建て住宅販売 休場=ギリシャ
03月26日（水曜日）	2月企業向けサービス価格指数 米2月耐久財受注
03月27日（木曜日）	米新規失業保険申請件数 米10~12月期GDP確定値 米2月仮契約住宅販売指数
03月28日（金曜日）	3月都区部・2月全国消費者物価 2月失業率・有効求人倍率

2月家計調査
3月上旬貿易統計
2月商業販売統計
独3月消費者物価
米2月個人消費支出
米3月ミシガン大学消費者態度指数確定値

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。寒かったが、とっても良い天気でしたね。空も良く晴れて、中国のPM2.5に悩む諸都市に少しぐらい分けてやりたいような。この良い天気に誘われて、ちょっくら水戸の偕楽園まで行ってきました。あっという間に着く。東京の桜がまだな段階で、「どこかに綺麗なお花畑はないか」と思って。

無論偕楽園に行くのは最初ではない。過去に2~3回行っているのですが、時間があつたので今回は園内をくまなく回ってきました。好文亭に入ったのは恐らく二回目ですが、「なぜその名前か」は知らなかった。今回調べたら『好文亭の名前の由来は、晋(しん)の武帝の故事「文を好めば則ち梅開き、学を廃すれば則ち梅開かず」により、梅の異名を「好文木(こうぶんぼく)」といったことから命名された』とあつた。なるほど、梅と好文には関係があつたんだ、「昔の人はよく勉強しているな」と思いました。

梅は大阪城の下の梅林にもたくさんありますし、ある梅の品種も重複するものが一杯ある。しかし偕楽園のそれは規模が違う。一応歩くのに2時間はかかる。大阪の梅林は30分もあれば全部回れる。水戸藩第九代藩主徳川斉昭が「領内の民と偕(とも)に楽しむ」ということで作ったということで、それは皆さんご存じでしょうが、あの大きな庭園と好文亭を江戸の末期に作ったというのが凄いと思いました。だって、多くの他の藩では既に財政が破綻状態だったわけですから。御三家の実力と言えればそれまでですが、彼は全領地の検地、弘道館・郷校の設置、梵鐘没収と大砲鑄造などいろいろな事業・改革も行っている。

偕楽園下の千波湖(せんばこ)も歩いて一周しましたが(というか駐車場が偕楽園から見ると千波湖の反対側だったので)、綺麗な湖で白鳥、黒鳥などがいっぱい。あれほど白鳥を近くで見られる場所はないと思いました。びっくりしたのは黒鳥が人の歩く直ぐ近くで営巣していて、卵を温めていたこと。しかも巣は一つではなくいくつも。絶好のウォーキング、ランニングの場所となっていて、市民が楽しそうに過ごしているのはいいなと思いました。もっとも天候がそれに相応しかつた。

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。》