

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2218号

2014年07月07日（月曜日）

《 different view from central banker 》

米6月の雇用統計以外で先週筆者が一番関心を持ったのは、7月2日にワシントンで開かれたIMFの会合で行ったイエレンFRB議長の講演でした。「Monetary Policy and Financial Stability」と題するこの講演は、超金融緩和状況の中で進む資産価格の上昇、特に株価の上昇をFRB議長がどう考えているのかを知る上で非常に興味深かった。

先週取り上げた通り、BISは先進国で進む株高を念頭に「今のマーケットは経済見通しから外れている」「マーケットにはユーフォリアが見られ」と警告した。2日のイエレン講演 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20140702a.htm>) は時系列的に見ると、そのBISの見方に反論したものとなっている。この講演は長く全文を読むのは大変なのだが、彼女は「私は今回の講演で以下の事を言います」と最初の方で要約してくれている。その文章を引用すると

In my remarks, I will argue that monetary policy faces significant limitations as a tool to promote financial stability: Its effects on financial vulnerabilities, such as excessive leverage and maturity transformation, are not well understood and are less direct than a regulatory or supervisory approach; in addition, efforts to promote financial stability through adjustments in interest rates would increase the volatility of inflation and employment. As a result, I believe a macroprudential approach to supervision and regulation needs to play the primary role. Such an approach should focus on "through the cycle" standards that increase the resilience of the financial system to adverse shocks and on efforts to ensure that the regulatory umbrella will cover previously uncovered systemically important institutions and activities. These efforts should be complemented by the use of countercyclical macroprudential tools, a few of which I will describe. But experience with such tools remains limited, and we have much to learn to use these measures effectively.

「金融安定を促進する手段としての金融政策には、重大な限界がある」で始まる彼女の持論展開は端的に言って「金利が持つ意味・役割」に関する一般的な見方を否定、ないし修正するものだ。つまり「万能ではないですよ」と強調し、さらに金利調整を通じて金融安定を促進しようと努力すれば、それはインフレと雇用のボラティリティを押し上げてしまう (in addition, efforts to promote financial stability through adjustments in interest rates would increase the

volatility of inflation and employment) 」と述べている。

では何を通じて金融の安定を図るべきか。彼女の答えは「a macroprudential approach to supervision and regulation needs to play the primary role」というものだ。「macroprudential approach」とは「個々の金融機関の安全性を確保するには従来のマイクロ・プルーデンスな政策では不十分であり、金融システム全体の安定を意識したより広範な金融規制監督が必要」との考え方、政策遂行姿勢を指す。

連日高値を更新している株価を意識してカイエレン議長は「I do see pockets of increased risk-taking across the financial system」という表現を使って「リスクを希求する傾向が強まっている」ことを認める。しかし必要なのは「an acceleration or broadening of these concerns could necessitate a more robust macroprudential approach」であるとして、あくまでも「macroprudential approach」こそ重要だ、と述べる。

そして彼女は非常に重要なことに以下のように述べている。「Taking all of these factors into consideration, I do not presently see a need for monetary policy to deviate from a primary focus on attaining price stability and maximum employment, in order to address financial stability concerns.」つまりこれは読み方によっては、株のような資産価格が上がっていても、金融政策を「インフレと雇用」重視からかい離させる必要はない、と述べていることになる。

《 No need to lift rates 》

この点を捕らえてフィナンシャル・タイムズが記事の見出しに選んだのは、「No need to lift rates to curb risk」だ。つまり、先週末に発表された雇用統計（見かけほど強くない面もあるが、それは後述）を好感してそれが株高を誘発したとしても、だからといって「インフレと雇用」が主要目標でありつづけ、よって「金利引き上げを前倒しする必要はない」と言ったと読める。

むしろこれはニューヨークの株式市場を押し上げた。先週木曜日の段階でダウ工業株30種平均は1700ドルの大台に乗った。これは2013年の11月21日に1600ドルを越えて引けて以降153営業日という短期間での1000ドル上昇である。またダウよりもむしろ市場を見る人に注目されているS&P500指数は今年これまでに7.4%上昇した。昨年一年間に約30%上昇したことに加えてのこの上昇幅である。

「今の株高は戦後の平均的な株価上昇期間（約5年）を超えている」

「バリュエーション的に言っても、既にニューヨークの株価は割安ではない」

「市場には慢心が見られる」

といった警戒心はあるが、「しかし今の投資可能な市場で、株以外で大きな資金を受け入れられる魅力的な市場があるのか」という疑問は常にあって、選択の行き着く先は「株高現

象の継続」となっている。その世界の中心に座るニューヨーク市場の活況・上昇もあって、今は世界の株式相場が上昇を続けている。「雇用は伸びてきてはいるが、インフレ懸念を強めざるを得ないほど経済は過熱していないし、よってインフレ圧力はない」「こうした中でFRBの低金利政策は続く」との見方がある中では、株式市場の強さは続く可能性がある。

ここで先週木曜日に発表された米6月の雇用統計振り返っておくと、米独立記念日の直前に相応しい「お祝いすべき数字」だったと言える。政治的に重要な失業率は6.1%に低下した。これは2008年9月以来の低水準。5月は6.3%だった。いつも注目される非農業部門の就業者数は28万8000人も増えた。過去2ヶ月の数字も上方修正され、今年第2四半期の雇用の伸びは月間27万を越えた。去年一年間の雇用の伸びは20万そこそこだったので、米雇用情勢は概ね改善していると言える。ウォール・ストリート・ジャーナルは、その中味に関して、以下のように指摘していた。

Jobs, Jobs, Jobs: U.S. nonfarm employers added 288,000 positions in June. The average monthly gain in the second quarter of 2014 was a robust 272,000, up from an average of 201,000 in the 12 months that ended in May. April and May's payroll gains were revised up, as well, to 304,000 and 224,000, respectively.

Gains Were Widespread: Job gains were widespread across the economy, with retailers adding 40,000 jobs, health-care payrolls growing by 21,000, manufacturers adding 16,000 jobs and professional and business services jobs growing by 67,000. Even government payrolls grew by 26,000, led by local-government hiring.

Fewer Long-Term Unemployed: The labor-force participation rate was unchanged at 62.8% in June. That number has fallen in recent years, in part because unemployed workers have been unable to find jobs and have dropped out of the labor force entirely. There were 3.1 million Americans in June who had been out of work for more than six months. The ranks of the long-term unemployed were down 1.2 million from a year earlier.

Unemployment Down, Narrowly and Broadly: The national employment rate dropped to 6.1% in June, its lowest level since September 2008. A broader measure of unemployment known as the U-6, which counts discouraged workers and people working part-time jobs because they can't find full-time work, ticked down to 12.1% in June, its lowest level since October 2008.

Earnings Still Sluggish: The average hourly wage of U.S. nonfarm workers in June was

\$24.45, up six cents from May and rising 2% from a year earlier to basically keep pace with overall price inflation. The average hourly workweek was 34.5 hours in June for the fourth consecutive month.

最後が「労働の質」に関する部分の一端だが、確かにこれから見ると「雇用情勢は安定していても、インフレになる心配はまだない」という見方が正しいと思える。

もっとも、株式市場では「利上げはまだ先」「懸念するほどのことでもない」との見方が強いが、外国為替市場ではジワリとドルが上昇した。ブルームバーグはこの週末に「アメリカのドルは先週、この6週間で一番大きく値上がりした」と伝えている。ではその上げ幅はというと、小さい。世界主要10通貨に対する米ドルの相場変動をトラックしている Bloomberg Dollar Spot Index は先週 0.24% 上昇、「これは5月末以来6週間ぶりの大きな上げを記録した」とブルームバーグは伝えている。

イエレン議長の一連の発言などがあっても、「そうは言ってもアメリカの金利引き上げ時期は前倒しになる」との見方がジワリと増えていること、実際に米金利が指標10年債で以前の 2.5% を割るような水準から、雇用統計後は少し上がって 2.64% 前後まで来ていることによる。もし米金利が現在以上に上がるようなら、ドルも対円を含めて今後も上昇する可能性がある。

今週の主な予定は以下の通り。

07月07日（月曜日）

6月末外貨準備高
日銀支店長会議
5月景気動向指数
地域経済報告
台湾6月貿易統計
ユーロ圏財務相会合

07月08日（火曜日）

5月国際収支
6月貸出・預金動向
6月上中旬貿易統計
6月対外・対内証券売買契約
6月景気ウォッチャー調査
EU財務相理事会

07月09日（水曜日）

米5月消費者信用残高
6月マネーストック
中国6月消費者物価・卸売物価
6月企業倒産
英イングランド銀金融政策委員会

07月10日（木曜日）

米 FOMC 議事要旨
5月機械受注
6月企業物価
5月第3次産業活動指数
オーストラリア6月雇用統計
6月都心オフィス空室率
5月産業機械受注額
6月消費動向調査
7月 ESP フォーキャスト調査
中国6月貿易統計
マレーシア5月鉱工業生産
英イングランド銀金融政策委員会
米新規失業保険申請件数
米5月卸売売上高
米6月主要小売業売上高

07月11日（金曜日）

6月投信概況
インド5月鉱工業生産
休場＝タイ

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。そんなに降られた印象は私にはなかったのですが、広い日本。西日本などでは強い雨だったところも多かったようで、まだまだ雨のシーズンが続くし、既に台風8号が発生していて、今週初めはこの影響を日本列島各地が受けそうだという。引き続き天気予報から目が離せない状況が続きます。

それにしても、この土日も夜昼逆転のような週末でした。私の場合は、夜中午前1時から実況を見始め、午後3時にはいったん寝て、午前5時に起きるという二日間でした。だって面白いのだからやめられない。「PKはサッカーではない。私はテレビを消す。見ない」というイビチャ・オシム（元日本代表監督）のような考え方もありますが、今年のワールドカップは延長・PKまで進むという展開が多く、これがまた実に面白くて見ていて飽きない。

昨日のオランダとコスタリカの試合など延長終了間際になって正キーパーを交代させ、彼よりも10センチ近く大きいキーパーをオランダの監督が出してきたとき、「凄いことをやるな」と思いました。16強が生き残りをかけた決勝一次リーグでもPK戦はあったが、キーパーは必ず、それまでの戦いの継続の中で相手選手のシュートを受けていた。オランダの出てきたキーパーを見たら手足が長い。「これはコスタリカの選手は嫌だろうな」と思

ったら、2本も止められた。だってPK戦も想定するでしょうが、「正キーパーが引き続きプレーする」を前提に想定・練習する。それを外された段階でコスタリカの選手達にはいやな予感がしたはずです。この試合は完全に「オランダのファンハール監督の勝利」だと言える。

「いや、最終戦には彼は出てくるかも知れない」との観測もあるようだが、そもそも「準決勝の対ドイツ戦に彼の能力が必要」という観点に立てば、ネイマールがゲームを去らざるを得ない状況になったことは、ブラジル国民だけでなくワールドカップを見ている全ての人にとってショックでしょう。あの瞬間も見ていました。見ていて「これは危ないな」と思ったのです。だってネイマールの背中下部中央にもろに飛びかかる形で、コロンビアのCBズニガの曲げた膝が強く入っていましたから。

背中下部中央ですからね。弱い。心配だと思っていたら、やはり「ネイマールが背部骨折W杯、今大会復帰は絶望的」と新聞記事が出た。私は「これは一発レッドだろう」と見ていて思ったが、何も出なかった。審判は流した。敗戦濃厚のコロンビアの選手が一生懸命やっているのは分かる。しかし背中下部の中央に膝を曲げて入れることはないでしょう。私の印象では、「潰そうとしている」と見えた。「故意のプレーではない」とズニガは釈明しているが、「FIFAの規律委員会は試合のビデオ映像やレポートを分析し、ズニガに処分を下すか否かを定める」そうだ。

この事故があったせいか、アルゼンチンとベルギー、オランダとコスタリカの試合を見て、「ファウルが少ないな」と思いました。統計を見てないのですが、印象ではそうで(各30個もないような気がする)、ブラジル対コロンビアでは一試合で54個もファウルがあって、今ワールドカップ最多だったそうだ。多分事前に選手にも「ラフプレーには厳しく罰則を科す」的な警告があったかもしれないし、今大会でもっとも注目される選手が思わぬ形で大会を去ったことで、選手達も気をつけたということかもしれない。

しかしこれで「ブラジルはドイツに勝てるか」というテーマが出来た。ブラジルはネイマールだけでなく、対ドイツ戦はCBのチアゴ・シルバも累積2枚で欠く。「負けても口実が出来たので、今まで堅かったブラジルの選手も自由にやるだろうし、そこは層が厚いブラジルの底力が出るのではないか」との見方もあるが、あのネイマールの軽やかな動きを埋めきれぬ選手はいないでしょう。そういう意味では「ブラジル、ピンチ」と言える。

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。》