

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2225号

2014年08月25日(月曜日)

《 they are all noncommittal 》

先週のマーケットが「それでも何かあるか」と見守っていたジャクソンホールでのイエレン、ドラギ、それに黒田の各中銀総裁の発言は、それぞれの最近の発言と発想の枠から出るものではなく、誰についても「noncommittal (言質を与えない)」なものでした。しかし彼らを取り巻く状況は、やはり一週間なりの時間の経過がもたらす環境変化によって変容しており、今後彼らを選択するであろうと見られている政策の蓋然性は高まったと言える。

アメリカについては「利上げ」だが、その「前倒し」が可能性として高くなってきていると思われる。ドルの、特に対円での上昇はその可能性を市場が織り込み始めたことを意味する。むしろイエレン議長のジャクソンホールでの発言は従来通り。過去五年間にアメリカの労働市場が作り出した雇用の数、それに最近の失業率の低下は著しいものがあるとしながらも、しかし彼女はその後「the labor market has yet to fully recover」(労働市場が完全に回復するにはまだ時間がかかる)と言う表現を配するなど慎重なものだった。

しかし彼女以外の金融当局者はもっと声高だった。7月の FOMC 声明の中でただ一人反対票を投じたチャールズ・プロッサー (FOMC 委員、フィラデルフィア連銀総裁) は米経済通信社とのインタビューで「The Federal Reserve's current policy on interest rates is too "risky" and could lead to "traumatic" consequences」と述べたとクオートされている。「あまりにも危険」とか「あとでトラウマとなるような結果」とは相当な表現だが、risky と traumatic の単語に引用マークが使われていることを見れば、彼自身が使った単語だと思われる。単語ではなく文章全体が引用されている部分を見ると、「“We are running a very risky policy, if you will, given where the stance of the economy is and seems to be going”」「“The consequences of [not raising rates soon] could be traumatic at some point in time if we're not careful, because then we'll have to turn around and race to catch up”」などとある。

これは7月末の FOMC 声明で明らかなのだが、彼は声明の時間軸、つまり「ゼロ金利政策を“for a considerable time”続けるべきだ」という部分に反対した。それもあってか彼は、「Fed should not keep waiting to raise interest rates and instead should pursue a gradual increase. Under the current plan, the Fed could be forced to raise them “very quickly” in the future as a response to the strong economy」と述べている。つまり「金利引き上げを待つべきではなく、徐々に上げていかないといけない。今の FOMC のスタンスだと、強

い経済に対応して FRB は将来とっても足早な (very quickly) 利上げをせざるを得なくなる」と指摘している。

筆者が先週発表された7月末 FOMC 議事録要旨を見て「面白いな」と思ったのは、声明で反対者として名前が挙がっているのはプロッサー一人だけだが、そこに至る前に侃々諤々の議論が戦わされ、その過程で潜在的反対者が複数いたことが明らかになった点だ。労働力の未活用 (underuse) に関する考え方の所を見ても

「 some members expressed reservations about describing the extent of underutilization in labor resources more broadly. In particular, they worried that the degree of labor market slack was difficult to characterize succinctly and that the statement language might prove difficult to adjust as labor market conditions continued to improve. Moreover, they were concerned that, despite the improvement in labor market conditions, the new language might be misinterpreted as indicating increased concern about underutilization of labor resources.」

と記されている。つまり声明の表現に疑念を表明したのはプロッサー一人ではなかったということだ。FRB の HP を見ると今年の FOMC 委員は全部で10人いる。

Janet L. Yellen, Board of Governors, Chair

William C. Dudley, New York, Vice Chairman

Lael Brainard, Board of Governors

Stanley Fischer, Board of Governors

Richard W. Fisher, Dallas

Narayana Kocherlakota, Minneapolis

Loretta J. Mester, Cleveland

Charles I. Plosser, Philadelphia

Jerome H. Powell, Board of Governors

Daniel K. Tarullo, Board of Governors

《 continued their discussion of issues 》

政策決定は多数決なので、この中の何人が今後の経済指標の出方によって「引き締めが必要」と考えるようになるのが重要になってくる。むしろ「委員長の顔を立てる」的な配慮もあるだろうが、基本的には今後 FRB の内部力学がどう変化するかが大きなポイントだ。もっとも FOMC 委員でない FRB の内部の人々も自らの意見を積極的に表明している。セントルイス連銀のブラード総裁は「想定していたより早い時期に引き締めも」と述べているし、カンザスシティ連銀のジョージ総裁も「米国経済は利上げに耐えられるほど十分に強い」と

述べている。

直近で公表された議事録要旨の最初の方に「Meeting participants continued their discussion of issues associated with the eventual normalization of the stance and conduct of monetary policy, consistent with the Committee's intention to provide additional information to the public later this year, well before most participants anticipate the first steps in reducing policy accommodation to become appropriate.」という文章が出てくる。

たったこれだけの文章でも、いろいろなことが分かる。「今の QE 残りの”超”金融緩和ゼロ金利政策は”異常”だ」とFRBが思っていることが分かるし、その正常化(normalization)が最大のFRBにとっての尾懸案事項。と同時にそれをいかに国民やマーケットに伝えるかが非常に大きなテーマなのだと分かる。もっともこの議事録要旨が出た後の最初のFRB要人の講演とも言えたジャクソンホールでのイエレン発言は、「正常化」に関して国民やマーケットに明確に応えることはなかった。

ジャクソンホールでもう一つ注目されたのは、将来引き締めに向かうだろうアメリカの金融政策に対して、ヨーロッパと日本の金融政策には「もう一段の金融面での刺激措置」の可能性が残り、まだ「引き締め」の「ひ」の字も見られなかったことだ。ドラギは「ヨーロッパの金融政策対応は驚くほど鈍い」とのマーケットの全体的な評価にもかかわらず、将来の量的金融緩和をにおわす程度の曖昧なものだった。それでもヨーロッパの金融当局が直面している欧州経済の苦境（成長率鈍化、超低インフレ）は伝わってきた。

また日本経済に関しては「日本経済は7～9月期から回復する」という黒田総裁の発言にもかかわらず、特に地方経済の分野で日本経済に懸念材料が多く残る。今年の夏の異常気象もあって、「来年の消費税2%の再引き上げはこのままでは無理ではないか」「金融政策面で新たな刺激が必要なのではないか」との見方があることも確かである。つまりアメリカと欧州・日本の政策が乖離(dissociation)しつつある現実だ。

これは為替相場に直接的に響く。最近進むドルに対する円とユーロの軟調傾向は、明らかに「金融政策の乖離」を反映したものであり、これは今週から先の外国為替市場でも大きな根源的材料となる。付け加えるとこの週末にコーンFRB元副議長が日本経済新聞とのインタビューで、「現状のペースで米雇用情勢の改善が続けば、2015年前半にもFRBが利上げに踏み切る可能性がある」との見方を示したという。

もっとも為替市場はこの乖離に比較的素直に反応しているが、株式市場を見ると「利上げ」の可能性が強まっているアメリカでも依然として株価が高い。ジョージ・ソロスなど米株価の目先調整（下方修正）を見込む著名投資家も増えているとみられている中でも、ニューヨークの株価は一時の反落から戻して先週は17000ドルの大台を維持して終わった。ヨーロッパや日本の緩和が強烈であり、「世界の流動性は高い」と見ている可能性もある。しかしVIX指数が低下を続けていた時期よりは、アメリカの株価も不安定感を増している気がする。

先週末の欧州株が下げ、その余波もあってニューヨークのダウも下げたのは「地政学的リスク」故だが、世界のマーケットがどの程度この地政学的リスクを「現実的ダメージ」と受け取っているのかは不明だ。「潜在的ダメージ」だと常に受け取ってはいると思うが、ウクライナ情勢にしろ中東情勢にしろ今後どう展開するかを読むのはかなり難しい。

ウクライナ情勢について言えば、「ロシアのコンボイがウクライナ政府の承認も得ずに、また国際赤十字の付き添いなしにウクライナ領内に入り、ウクライナ政府がロシアによる“侵略”を非難した」と伝わった段階で「株売り」につながったが、その後このコンボイはロシア領に戻ったとの情報もある。この週末にはまたウクライナ政府が「ロシア軍はウクライナとの国境に沿って軍を増強している」と主張しているが、その一方で26日に予定されているポロシェンコとロシアのプーチンとの両大統領による直接会談はキャンセルされていないようだ。先週も書いたが、マーケットにとっての一番の関心は

「ロシアが正規軍をウクライナ東部に侵入させるのか」

「ウクライナ・NATO とロシアとの軍事衝突になるのか」

だが、その方向への事態の展開は今のところないように見える。中東情勢はイスラム国を巡る情勢が依然として緊迫しているが、アメリカが空爆という限定容喙で小康状態と見るのが自然か。シリア領内に本部を構えるイスラム国を叩くことは、アメリカが敵視しているアサド政権を間接的に支援することになって、アメリカの立場は苦しい。国内情勢もオバマには難しい。世界の情勢を読むはなかなか難しい。マーケットの理解も複雑だ。

今週の主な予定は以下の通り。

08月25日（月曜日）	独8月Ifo企業景況感指数 米7月一戸建て住宅販売 休場=イギリス
08月26日（火曜日）	ニュージーランド7月貿易収支 7月企業向けサービス価格指数 米7月耐久財受注 米6月FHFA住宅市場指数 米6月S&Pケース・シラー住宅価格指数 米8月コンファレンスボード消費者信頼感指数
08月27日（水曜日）	トルコ中銀が政策金利を発表
08月28日（木曜日）	7月建設機械出荷額 8月地域経済動向 8月中小企業景況調査 中国1~7月工業企業利益

独 8 月失業率
独 8 月消費者物価
米新規失業保険申請件数
米 4～6 月期 GDP 改定値
米 7 月仮契約住宅販売指数
0 8 月 2 9 日（金曜日） 7 月全国・8 月都区部消費者物価
7 月失業率・有効求人倍率
7 月家計調査
7 月鉱工業生産
7 月商業販売統計
7 月自動車生産
7 月住宅着工
インド 4～6 月期 GDP
ブラジル 4～6 月期 GDP
ユーロ圏 8 月消費者物価
ユーロ圏 7 月失業率
米 7 月個人消費支出
米 8 月シカゴ購買部協会景気指数
米 8 月ミシガン大学消費者態度指数確報値
休場=インド

アメリカの経済指標発表が住宅関係を中心にいくつかあるが、来週に雇用統計（8 月分）があるだけに、「今週はアメリカよりも欧州」のイメージかもしれない。特にドイツ関係の指標は注目されるだろう。前期が 0.2% のマイナス成長となっただけに、「欧州経済のコアであるドイツ経済」に関する関心は高い。ドイツ経済はロシアと欧州の関係悪化で一番打撃を被る経済でもある。メルケル首相も打開を試みているが、今のところ具体的成果は出ていない。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。まだ暑いことは暑いですが、だいぶ彼方此方に秋の気配を感じるようになってきました。絶対的に言えるのは、日の出が遅くなったこと。私は結構朝ランニングをすることが多いので、日の出には敏感なのですが、一時よりもう 30 分以上日の出が遅くなった。つまり日差しで暑くなるのが遅くなっている。次に朝晩がそうは言っても風が爽やかになった。気のせいかもしれないが。あと日中も建物や木々の影が長くなった。だから日陰を探しやすくなった。太陽が真上の夏の日中は、なかなか見つからなかったのに。でも 9 月に入って相当時間がたつまでは「涼しい」とは感じないんでしょう。

ところで確か日経さんのコマーシャルだったと思ったのですが、「この国の強さは名もなきヒーローがいること……」的なものがあつたと思います。サラリーマン、サラリーウーマンや職人の顔を静かに登場させるやつです。日経 CNBC などが盛んに流している。なかなか良いコマーシャルなのですが、実は私がずっと「(彼らこそ) 名もなきヒーローだ」と思っているのは、毎週お世話になっている新幹線の清掃を背負っている人々(大部分が女性)です。何せ早い。毎週見ているので、「凄いな」と思っていたのです。

先週の読売新聞に、『「奇跡の7分間」清掃』という記事があつた。まさにこの新幹線お掃除を担当する彼女ら(極まれに男性も)を取り扱っていて、「そうだそうだ」と思いました。とにかく新幹線は空との競争があるので、せわしない。東京駅の場合、着いたら大部分が「折り返し」で、その停車時間は10分ちょっと。出発の5分前には乗客が入れるようにしなければならぬので、清掃の方々は大変です。

乗客が降りるのを待っていて、さっと入ってきて作業を始める。その素早いこと。その読売の記事によれば、「今秋から米ハーバード大のビジネススクールで、新幹線の車内清掃が必須科目で取り上げられる」そう。ナイス。ハーバードのビジネススクールは視点がいいですね。さらにフランス国鉄の総裁が、「これだけはかなわない。清掃員を連れて帰りたい」と言ったとも書いてある。彼女らの休憩場所は、新幹線ホームに向かう階段の踊り場から入ったところにある。中がどうなっているのか一回入ってみたいとも思っているのですが、まだかかないません。

その他、日本の駅や空港には海外の駅にはいない優秀な方々がいますよ。エスカレーターの手すりをじっと雑巾がけしている人。日本の各地今は店を持つジョエル・ロブションは日本に進出した理由について「1976年に初めて来日した時、空港でエスカレーターの手すりをふいている人を見て驚きました。他国では絶対に見られない光景です」と述べていた。私もエスカレーターの手すりを磨いている人を海外では見たことがない。そして、短時間で列車の折り返しを可能にする清掃員の方々。みんな「名もなきこの国のヒーロー」です。

なおこの週末、特に日曜日ですが一日早く西に移動し、広島の被災現場を見て歩きました。それに関しては「http://arfaetha.jp/ycaster/diary/post_2449.html」に文章がありますのでご興味のある方はお読み下さい。

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。》