

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第 2 2 3 4 号

2 0 1 4 年 1 1 月 0 4 日 (火曜日)

《 How far and how long ? 》

「特別号」が出せなかったのが残念なくらいに思う一週間でした。FRB の QE3 が終了したと思ったら、予想外にも日銀は新たな、そして大規模な追加金融緩和策を発表。その結果世界中の株価が急騰し、外国為替市場では円相場が対ドルを初めとして各国通貨に対して大幅に下落した。相場は大きな変動の最中にあり、今週のマーケットも大きな変動が予想される。私がこの文章を書いている時点でのドル・円相場は 1 1 4 円絡みであり、ポンド・円などは 1 8 2 円台と驚くような円安水準にある。株価は週明けの海外市場ではモメンタムを失ったものの、ニューヨーク市場などでは依然として各種株価指標は新値圏にある。今週から問われるのは

1. 円安はどこまで進むのか、と同時に「どこまで許されるのか」？
2. 流動性の潤沢な供給を頼りにした世界的な株高はどこまで進むのか、実態経済がそれに付いてこられるのか？

だと思う。ただし「How far and how long」という見出しでも触れた問題を考える上では、今回の措置が「追加」、悪く言えば「二番煎じ」であることは今後ともマーケットを考える上で想起した方が良いと思う。「驚き」という点では去年の春の当初措置に負けない効果はあったが、手法は同じであり、それを大規模に拡大したもの。試されるのは政府の政策、実体経済がどう動くか、どうフォローできるかで、市場は比較的素早くそちらの方の問題に目を移す可能性がある。つまり当初効果は比較的早くフェードする可能性がある。

興味深いのは、FRB の QE3 終了にしろ日銀の追加大規模規模緩和にしろ、“異論”を押し切った中での発表・実施となったこと。この二つの中では、より僅差での決定となった日銀の追加大規模規模緩和の方が、日本時間金曜日午後 1 時 4 4 分以降の世界のマーケットを動かしているという図式だ。日銀の追加大規模金融緩和は、日銀が購入を検討している資産を見ても、「世界に流動性を新たな供給する」という意味合いを持ち、これがアメリカ経済、また世界経済に対する QE3 終了の影響をオーバーライドする形となっている。つまり日銀の影響力が FRB を上回った、ということだ。

まず FOMC 声明に触れる。FOMC 委員 (1 0 人) の中で QE3 の終了に反対したのは一人であ

る（つまり 9-1 の評決）。ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁。FOMC 声明の中で彼は以下のように主張したと記されている。

「in light of continued sluggishness in the inflation outlook and the recent slide in market-based measures of longer-term inflation expectations, the Committee should commit to keeping the current target range for the federal funds rate at least until the one-to-two-year ahead inflation outlook has returned to 2 percent and should continue the asset purchase program at its current level.」

訳せば次のようになる。「インフレ見通しが引き続き上がりそうもなく、長期インフレ見通しに関わるマーケットベースの指標（長期金利のこと）が最近低下していることから見て、FOMC は少なくとも 1～2 年という時間軸のインフレ見通しが 2%に戻るまで、現行の FF 金利誘導目標（0～0.25%）を維持するとコミットすべきだし、現行レベル（月間 150 億ドル）での資産購入計画（量的金融緩和）を続けるべきだ」と。

彼はその後、週末の英フィナンシャル・タイムズとのインタビューでも同じような主張を繰り返して、さらに日本にも言及して次のように述べた。「The US Federal Reserve risks making the same mistake as Japan in the 1990s by letting inflation run below target, warned the president of the Minneapolis Fed as he explained his dissent at this week's meeting.」つまり「FRB は 90 年代の日本と同じ過ちを犯そうとしている」と主張。さらに「With inflation running below the 2 per cent target for a couple of years, Narayana Kocherlakota told the Financial Times it is essential to take “ongoing action” to maintain the credibility of the Fed's inflation goal.」とインフレ率の低さを問題にしている。

《 Fed is changing position on unemployment 》

もっともインフレ率が低いこと、2%の目標を下回っていることを懸念しているのは FOMC 委員の中で彼だけではない。今回の FOMC 声明に検索を掛けたら、「inflation」という単語が 17 個も見つかった。これは例えば今年 9 月の声明（14 個）より三つも多い。いかに FOMC が「目標である 2%を下回り続けているインフレ率」を気にしているかが分かる証拠だと思う。私はこんなに「inflation」という単語が登場する FOMC 声明は、アメリカが高率インフレだった時代以降では初めての経験だ。つまり時代が反転したという証拠。

もっともコチャラコタを違って、FOMC の大勢の意見はインフレ率が今後上昇する事への期待を表明している。第二パラの最後に「Although inflation in the near term will likely be held down by lower energy prices and other factors, the Committee judges that the likelihood of inflation running persistently below 2 percent has diminished somewhat since early this year.」という文章がある。「今年に入って 2%を下回るインフレ率が継

続する可能性が幾分減少した」と述べて、あくまで「今後インフレ率は2%の目標に接近する」「だからQE3を終了した」と多数派意見は言っている。

しかしイエレン議長を初めとした多数派の人々が、先行きにそれほど自信があるのかと言えば「ない」というのが当たっている。実はインフレ見通しにではなく、FOMCは雇用の先行きにはFRBウォッチャーもビックリするほど強気転換した。声明は第一パラで「Labor market conditions improved somewhat further, with solid job gains and a lower unemployment rate. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources is gradually diminishing.」と述べている。一番最後が重要です。

今までのFOMC声明の失業問題に関する表現は、「the unemployment rate is little changed and a range of labor market indicators suggests that there remains significant underutilization of labor resources」的なものが多かった。これは前回(2014年9月17日)のFOMC声明の中の文章です。「失業率はほとんど動かず、労働資源の大幅な未利用が存在する」が前回まで。しかし今回は、「労働市場を巡る状況はさらに幾分改善し、着実な職の増加と失業率の低下が見られる。一連の労働市場関連指標を全体的に見ると、労働資源の未利用は徐々に減少してきている」となった。これは大きな変化だ。だから筆者はこの声明を読んだときに、「FRBは(雇用問題に対する)立ち位置を変えた」と思った。だとしたら、当然例の「for a considerable time」は消えたのかと思ったがそうではなかった。

雇用問題でのFOMCの“立ち位置”変更にも関わらず、このことはFRBのスタンスが全体的にはそれほど景気やインフレに関して明確でないことを示している。今回の声明の文脈で一番微妙なところは、「In determining how long to maintain this target range, the Committee will assess progress--both realized and expected--toward its objectives of maximum employment and 2 percent inflation.」とマーケットが直接疑問に思う点を指摘した後で、「The Committee anticipates, based on its current assessment, that it likely will be appropriate to maintain the 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate for a considerable time following the end of its asset purchase program this month, especially if projected inflation continues to run below the Committee's 2 percent longer-run goal, and provided that longer-term inflation expectations remain well anchored.」と「for a considerable time」の表現を維持して見せた。

つまり実質的なゼロ金利(0~0.25%)を現状では「for a considerable time」(かなりの時間軸で)続けるとしながらも、いろいろな事態を予測して保険も掛けている。具体的には「However, if incoming information indicates faster progress toward the Committee's employment and inflation objectives than the Committee now expects, then increases in the target range for the federal funds rate are likely to occur sooner than currently anticipated. Conversely, if progress proves slower than expected, then increases in the target range are likely to occur later than currently anticipated.」と。

これはちょっと笑える。「sooner than currently anticipated」と「later than currently anticipated」が完全な対話になっている。筆者はこんな声明を見たことがない。「いったいどっちなんだ」と聞きたくなる人もいるに違いない。筆者もその一人だ。FRBにもこの辺は全く先が見えていないことが明らかである。もちろん、全体的に見ればアメリカの金融政策は依然として「超緩和基調」です。10月末まで続ける資産購入でFRBの勘定にたまった証券類などはそのままFRBが保持するし、期限が来たものも”再投資”して、市中から資金を吸い上げるようなことはしない。だから「超緩和」が続くのですが、しかし先に見えているのは「出口」という状況。

《 Bank of Japan's unexpected adoption of fresh stimulus 》

FRBによるQE3の終了と時間を置かずして発表されたのが日銀による追加大規模緩和策です。日銀発表ベースの項目を改めて掲載しておく

1. マネタリーベース増加額の拡大

マネタリーベースが、年間約80兆円(約10~20兆円追加)に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。

2. 資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化

長期国債について、保有残高が年間約80兆円(約30兆円追加)に相当するペースで増加するよう買入れを行う。ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営する。買入れの平均残存期間を7年~10年程度に延長する(最大3年程度延長)。

ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円(3倍増)、年間約900億円(3倍増)に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える

狙いは「短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため」(声明文)だ。ここには端的に言って、黒田総裁率いる今の日銀主流派の懸念を見て取れる。それは

1. 今のまま(デフレマインドの転換遅延)では、せつかく退治に着手したそのデフレマインドが再び日本経済に取り付いて、これまでの日銀の思い切った政策が台無しになってしまう

2. またこれ以上「景気は良くない」との印象が広がれば、国際公約であり日銀としてもコミット状態にある消費税の再引き上げ機運が萎み、それは日銀が大量に保有する日本国債への信認低下に繋がる

の二つだともう。「1」については「2%の物価上昇率達成」という黒田日銀サイドの約束があり、それに副総裁一人のクビがかかっているという以上に、黒田日銀のレーゾンドートルに関わる問題があるからだろう。ここで退けば成果はゼロに戻ってしまうかもしれない、という意識かもしれない。「2」について言えば、明らかに消費税の2%追加引き上げに及び腰になり始めているかに見える安倍政権に対する援護射撃（良く言えば）であり、日和見に対する警告（悪く言えば）だろう。

もっとも“警告”というには内部が割れている。なにせどちらの措置も「賛成5反対4」で、FOMCの「賛成9反対1」とは訳が違う。主に日銀審議委員の中でも民間出身者が反対した。FOMC声明のように反対者の意見が直ちに表示されることがないので「なぜ」は不明。4人の反対者にはそれぞれの理由があるに違いなく、それは今後発表される議事録などで明らかになる。筆者も今回の日銀の措置には全面的に賛成するわけにはいかない。なぜなら、实体经济に与える影響が日銀の思い描く通りに行くとは思えなからだ。日銀は再び次のような「迂回経路」を前提にしていると思われる。

「株が上がる」→「消費が増える」→「生産が増える」→「それによって雇用が増えて」
→「一般国民の所得が増えて」→「また消費が増える」

「円安になる」→「輸出が増える」→「企業が高収益になって」→「投資が増える」

しかしこの二つの「迂回経路」「循環経路」とも、ところどころで「経路狭隘」の現実が浮かび上がっている。株が上がっても、売れているのは高額商品だけ。また輸出企業の業績は良くなっているが、それで給与が大幅に増えたわけではなく、一般国民がこぞって消費に向かう兆候はない。少なくとも言えることは「狭隘になった経路を広げる策がまだまだ希薄」だということだ。そういう意味では、「マーケット的にはサプライズだが、少し冷静に考えると「实体经济への波及には疑問符が付く」といったところだろうか。

しかし今回の日銀とFRBの政策で明らかになったことがある。それは

1. アメリカ経済を取り巻く景気状況は良くなっていて、それ（改善ぶり）は世界経済の中でも突出している。FOMCはその現状に満足し始めていて、この状況ではFRBの利上げの時期もそれほどには遠くないかもしれない、という観測がマーケットで高まる可能性がある
2. 対して、引き続き「新たな緩和」への歩みを続けなければならない日本と欧州の景気には懸念が残り、特にヨーロッパの景況への関心はいっそう高まる。特に今週木曜日に定期会合を開くECBの動向には関心が集まる
3. FRBと日欧の金融政策の向きがほぼ正反対を向いている印象が強まることにより、

ドルは当面強い通貨であり続ける資格を得たと言えるし、特に貿易収支の赤字改善がドル高を正当化する可能性がある。ただしアメリカのドル高許容にも限度があると見るべきだ

4. アメリカの QE3 が終了しても、日本や欧州の中央銀行が潤沢な流動性を供給し続け、かつその「出口」が全く見えない中では、一部で予想された「QE3 終了ショック」は日銀の大幅追加緩和もあって「超緩和状態の継続」にオーバーライドされ、「超緩和」が前提の資産市場が今後も世界で形成されることになる

ということになる。

《 Mid-term election and APEC 》

今週の主な予定は以下の通りだが、マーケットの現状認識に影響を与えそうな材料が結構多い。「米 10 月雇用統計」はその代表格だが、ECB が日銀の大規模追加緩和をどう考えるのかも大きな問題だし、オセアニア諸国を含めて各国の経済指標が発表される。

政治の世界の話では、アメリカの中間選挙が興味深い。オバマ大統領は既に 6 年の任期を過ごしたが、その中で今が支持率で一番低い。その中での中間選挙。今は民主党が抑えている上院で共和党が過半数を奪還できるか、逆を言えば民主党が両院の支配権を失うかがポイント。また金曜日には、偶数・奇数での車乗り入れ規制が始まった北京で APEC 閣僚会議が始まる。

1 1 月 0 3 日 (月曜日)

オーストラリア 9 月住宅着工
HSBC の 10 月中国製造業 PMI 確報値
タイ 10 月消費者物価
インドネシア 10 月消費者物価
米 10 月 ISM 製造業景況感指数
米 9 月建設支出
米 10 月新車販売

1 1 月 0 4 日 (火曜日)

オーストラリア 9 月小売売上高
オーストラリア 9 月貿易収支
オーストラリア準備銀行の定例理事会
10 月新車販売
9 月末税込実績
10 月百貨店売上高速報
韓国 10 月消費者物価
英イングランド銀金融政策委員会
米 9 月貿易収支

	米9月製造業受注
	米中間選挙
11月05日（水曜日）	ニュージーランド7~9月雇用統計
	10月マネタリーベース
	9月毎月勤労統計
	タイ中銀の金融政策委員会
	フィリピン10月消費者物価
	インドネシア7~9月期GDP
	ポーランド中銀が政策金利を発表
	ユーロ圏9月小売売上高
	英イングランド銀金融政策委員会
	米10月ADP雇用レポート
	米10月ISM非製造業景況感指数
	新発10年物国債入札
11月06日（木曜日）	金融政策決定会合の議事要旨(10月6・7日分)
	オーストラリア10月失業率
	10月都心オフィス空室率
	9月景気動向指数
	マレーシア中央銀行の金融政策委員会
	ユーロ圏財務相会合
	英イングランド銀金融政策委員会(結果発表は21:00)
	欧州中央銀行理事会(結果発表は21:45)
	ユーロ圏財務相会合(ブリュッセル)
	チェコ中銀が政策金利を発表
	米7~9月期労働生産性指数
	米新規失業保険申請件数
	米10月主要小売売上高
11月07日（金曜日）	オーストラリア中銀の四半期金融政策報告書
	10月輸入車販売台数
	10月新車販売ランキング
	米10月雇用統計
	APEC閣僚会議(~8 北京)
	EU財務相理事会

《 have a nice week 》

3連休はいかがでしたか。東京は三日とも雨の予想があったのですが、日月は雨が降ら

ずに済む天気でした。月曜日の夕方に大阪に移動しましたが、駅はえらく混んでいました。やはり二日だけの土日週末に比して出かけた人が多かったのでしょうか。それにしても11月。今年も徐々に少なくなってきました。

今週読んだ記事の中で結構面白かったのはニューヨーク・タイムズに載った「Apologizing to Japan」というポール・クルーグマンのコラムでした。バーナンキさんともども、彼は90年代の日本の金融政策に対する強烈な批判者でしたが、今それを後悔し「謝罪します」と文章で明らかにしている。日銀の失敗を教訓にもっと危機を乗り切れると思っていたがアメリカも欧州も全くうまく出来ていない.... とクルーグマン。
「http://www.nytimes.com/2014/10/31/opinion/paul-krugman-apologizing-to-japan.html?_r=0」に彼の文章がありますが、写真を見ると眼鏡をかけている。私が6年前、彼がノーベル経済学賞を受賞した直後にインタビューした時には眼鏡はかけていなかったし、多分机の上にもなかった。最近は何眼？

そのころの彼は日本に批判的だったな。「何しているの」と。しかし今回の彼のニューヨーク・タイムズへの寄稿は、「Apologizing to Japan」「日本への謝罪」がタイトルになっている。「90年代の日本」に関しては今日紹介したコチャラコタも言及している。実は「デフレとの戦い」という意味では日本は世界の先頭を走っていたし、今もその状態にあるということでしょう。

それにしても、テニスの錦織圭選手の「世界ランキング5位」は凄いですね。全米の残念な負けから逆に勢いが付いてきた。いったいどこまで行けるのか。是非果敢に「さらに上」を挑戦して欲しいと思います。

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 ycaaster@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。》