

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2241号

2014年12月22日（月曜日）

《 most stimulating week in 2014 》

マーケット的にも世界史の観点からも、先週は極めて興味深い出来事がいくつか起こった週でした。マーケット的には週の半ば過ぎにそれまでの「リスク・オフ」から一気での「リスク・オン」への転換があって、世界中の株価が急騰し、そしてドルも大きく値を戻した。世界史的な観点からは、半世紀にわたって目と鼻の先（90 マイル）で対立を続けてきたアメリカとキューバが「外交関係樹立」に向けた交渉過程に入りましたし、この週末には今まで「勢力拡大」とだけ報じられていたテロ集団「イスラム国」の衰退の始まりが世界的マスコミ（FT）の報道として流れた。この間にはプーチンの“年次”記者会見が行われた。それぞれが絡み合い、実に興味深い、刺激的な一週間でした。

先週半ばまで見られた「リスク・オフ」は、「世界的な“超緩和”状態から流れ出たマネー」が引き起こした「リスク・オン」の流れが、原油相場の急落などを背景に見直しを迫られた、というのが基本的な背景。確かにバレル100ドルを超えていた基幹エネルギーの原油相場が約半値近くにまで落ちれば、マーケットを取り巻く基本的環境の変化故に、株、為替などの金融市場が激震に見舞われるのは当然だった。彼方此方に張られたポジションのどつきあいになった。

しかし先週の半ばからみられたのは、踊り場ではあるのかもしれないが「原油相場の一方的な下げ」から「安値波乱への転換」があり、「もしかしたら相場安定への兆し」が垣間見られたことが大きい。さらに言えば、今年最後のFOMCが絶妙な声明でマーケットをうまくコントロールしたことが挙げられる。その結果マーケットはそれまでのゼンマイの巻き（リスク・オフの動き）が激しかった分、逆に強くそれを巻き戻す動き（リスク・オン）が起きた、と理解できる。危機を乗り越えた相場は強いが故に、世界の株価は年末に掛けて再び騰勢を強める可能性がある。しかし2015年に入れば再び「New Game」となる。マーケットはいつも難しいが、今はとりわけ移行期にあって展開が複雑だということだ。

まずFOMC声明に触れる。筆者は長年声明を読み続けているが、今回の声明ほどマスコミの人間達の行動やマーケットの人間の心理を読んで、ポジティブな反応を引き出した声明を他に知らない。全ての相場がポジティブに動いた。経済専門局のアナウンサーも「何が起きているか」と混乱したほどだ。実によく出来た声明だった。それには次のような背景がある。

日本時間の木曜日午前4時。声明にFOMCアクセスできてすぐ私がしたことは、「command + F」(検索)で「considerable」があるかないかをチェックすることだった。多分、世界中のメディア関係の人がそうしたと思う。なぜなら今回のFOMC声明では「for a considerable time」が残るかどうかが一番の焦点で、だとしたら他には使われる可能性の低い「considerable」という単語に検索を掛け、さらにその部分が「for a considerable time」であることを確認して、「“for a considerable time”の表現が残った」と速報(フラッシュ)を打つのが多くのマスコミ関係者の役割であったはずだからだ。そしてその表現はあったから、世界中の主要マスコミが「残った」と速報を打った。多分全文を読む前に。

筆者も声明を先ずそうしながら読み、「残ったんだ」と思った。私は速報を出すのが役割の人間ではないので、「どれどれ」と直ぐに本文を読み始めたが、筆者は直ぐに「あれ」と思った。まず「can be patient」の表現が出てきたからだ。「for a considerable」の代わりに入るかも知れないと言われていた文言です。両方入っている。「おかしい」と思うと同時に、ちょっとビックリした。

《 new guidance : can be patient 》

もう一度文章を読む。すると、FOMCの政策意図は「can be patient」にあることが直ぐに分かる。「for a considerable time」は新しいガイダンスを説明するために入っているに過ぎない。世界中のマスコミの人達はしかし既に「“for a considerable time”が残った」と速報を出していて、それに基づいてニューヨークの株価はプラス幅を増していた。その時点で「既上昇」になっていたのは、原油相場が安定した上に、2時間前にオバマ大統領が「キューバとの外交関係再開の道を探る」と発表していたからだ。この発表は明らかにニューヨークの株式市場の雰囲気明るくした。だから、FOMC声明に関する「“for a considerable time”が残った」のマスコミ第一報は、「二段ロケットの二段目の起爆剤点火」になった。

しかしまず伝わった「for a considerable timeの表現が残った」との速報は、物理的には正しいが(なぜなら声明にその文章は確かにあるから)、しかし意味的には間違っていた。なぜそう言えるかという、FOMCの新しい政策意図を「can be patientに変えました」、というところであって、「では“can be patient”とはどういう意味か」という説明をする為に「for a considerable time」との一貫性を強調しただけだからだ。だから常識的に考えれば、「for a considerable time」は次回の声明では消える。なぜなら「can be patient」を改めて説明する必要は次回にはないので。

その部分の声明分は以下のようになっている。「Based on its current assessment, the Committee judges that it can be patient in beginning to normalize the stance of monetary policy. The Committee sees this guidance as consistent with its previous statement 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 in October, 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. 」

次のように訳せる。「このガイダンス (can be patient 金融政策スタンスの正常化の開始に忍耐強くなれる) は、以前の声明 (it likely will be appropriate to maintain the 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate for a considerable time) と軌を一にしている。特に予想インフレ率が引き続き委員会の 2%の長期目標を下回り、長期インフレ期待が落ち着いている限りは。」

これは絶妙な表現だと言える。FOMC が完璧に意図したのかどうかには疑問が残る。たまたまそうなったのかもしれない。しかし先週一番注目されていた材料であり、それが出た瞬間にマスコミの関係者が「速報を打つ」という理解があれば、それが新ガイダンスの“説明”であろうと、「“for a considerable time” を入れればまずはそれが速報され、その速報を見て株価が上昇する」と読める。FRB にはそのくらいの知恵者がいてもおかしくない。その絶妙さ故に、ニューヨークの株価は FOMC 声明の後に一段と急伸したのだと思う。予想された新しい表現 (can be patient) を入れ、古い表現 (for a considerable time) との一貫性を強調した。よく読んでも、脚気反応による株価の上昇をひっくり返す気にはならない。私はこんな絶妙な FOMC 声明を読んだことがない。

しかし新しいガイダンスはあくまで「can be patient in beginning to normalize....」です。これと旧ガイダンスの「maintain the 0 to 1/4 percent target range for the federal funds rate for a considerable time」との違いは「低インフレ状態が続けば同じだが、景況次第でFRBは従来より利上げスタンスを強める」という意味です。「アメリカのインフレ状況次第」というのが当たっている。過去の例を出すと、「patient」を声明で出したあとに比較的素早く利上げしたことがある。だから、フォワード・ガイダンスの時間軸は短くなったと理解できる。

《 FOMC meetings in 2015 》

この点に関してイエレン議長は声明発表後の記者会見で、「今後2回の委員会で直ぐということはない」と言っている。つまり「アメリカのインフレ状況次第で、4月頃からは利上げの可能性がある」と言っている。来年のFOMCは

January	27-28
March	17-18*
April	28-29
June	16-17*
July	28-29
September	16-17*
October	27-28

December 15-16*

(アスタリスクはイエレン記者会見と経済見通し公表付き)

とFRBのHPにある。なので最初の2回がないとすると「短期金利が最初に引き上げられるのは4月28～29日のFOMCの可能性あり」ということになるが、この回にはイエレン議長の記者会見がない。むしろ記者から質問が出ていて、「もしその場合には会見をすることもある」とイエレンは答えていたが、通常通り「会見のあるときに大きな政策決定をする」と理解すると、6月17～18日のFOMCということだ。これだと、「早ければFRBは来年の半ばに利上げに踏み切る」とほぼ同じ。そういう意味では雇用情勢があまりにも良いのでガイダンスの言葉を変えはしたが、実体はあまり変わらない。「だったら株は買える」とマーケットが理解したのも理解できる。

しかし一方で興味深いのは、声明の中では「The Committee expects inflation to rise gradually toward 2 percent as the labor market improves further and the transitory effects of lower energy prices and other factors dissipate. The Committee continues to monitor inflation developments closely.」と予測している点。「インフレはいずれ上昇する」と。イエレン議長は記者会見の中で「原油安のインフレ低下効果は一時的」と断言していた。ということは、やはり偽装しているが、金利引き上げ時期は一般的には前回の委員会の判断より気持ち前倒しになったと考えるのが自然です。この辺は極めて微妙で、まだマーケットはFOMC声明を消化できていないと思う。

もう一点興味深いのは、今回の声明に「反対」を表明したのが3人になったということです。私の記憶では通常反対者は2人までであって、3人にまで膨らんだのはあまり記憶にない。反対者はフィッシャー、コチャラコタ、プロッサーです。そのうちプロッサーの「should not emphasize the consistency of the current forward guidance with previous statements」が面白かった。彼は「The Committee sees this guidance as consistent with its previous statement....」の文章を入れたのが気に入らないのです。もっとはっきりと「政策スタンスを変えた」と言え、と言っている。ある意味当然の主張です。しかしそれをあえて前面に出さなかったのが、そして今になっても「FOMCはいったいどっちなんだ」という論争を引き起こしていることが、ある意味FOMCの成功と言える。

《 new reality : U.S. and Cuba 》

筆者は先週「(WTIでバレル60ドル割れは)そろそろ落ち着きどころと見ている」と書いたが、基本的にはその考え方は変えていない。需給両面からたとえ一時的に巷間言われているような「バレル40ドル台」があったにせよ、持続的な相場水準ではなく実際の長期契約に書き込まれる数字は50ドル台ではないかと見ている。その意味で先週後半の原油相場が下値不安を残しながら「安値波乱」になったのは興味深い。高値波乱と同じで相場転換の契機になりうる。もっともアメリカとサウジの意図(先週触れた)が有る限り、「そこから劇的に原油相場が上がる」と言うことはないだろう。

その点で興味深かったのは、アメリカとキューバが日本時間の木曜日午前2時に同時発表した「外交関係樹立への話し合い開始」だ。むろん両国には今回の動きへの様々な誘因があるが、キューバサイドから見れば原油安の中で「ベネズエラもロシアも頼れなくなった」というのが一つの要因だと思う。キューバは反米ベネズエラから石油などでかなり支援を受けていた。しかしベネズエラ経済は現下の原油値下がりでもガタガタであり、興味深いのはその一つの原因である「原油安」を導いているのはアメリカの政策であるという点だ。

それとの関連で興味深かったのはロシアのプーチン大統領の長時間にわたる記者会見だった。ウクライナの記者を含め1300人が参加していた。そして内外に同時中継された。彼が言ったことを全て伝えることは無理だが、興味深かったのは「最悪のケースでは（今の）ロシアの経済苦境は」2年続くが準備は出来ているし、我慢しよう」と言った点だ。「準備」とは今はまだ潤沢な外貨準備を指し、「我慢」はロシア国民に対して言っていると同時に、「ロシアとして暴発はせず、外交で我慢しよう」と国際社会に言っているように筆者には聞こえた。これは「窮鼠＝ロシア」の次の無謀な措置（例えばウクライナへの侵攻など）を懸念している世界の指導者とマーケットにとっては安心材料だったろう。

多分一週間という区切りで見ると、先週は2014年で一番興味深い週だった。

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|--|
| 12月22日（月曜日） | 11月食品スーパー売上高
金融経済月報
11月スーパー売上高
11月コンビニ売上高
台湾11月海外受注高
米11月中古住宅販売 |
| 12月23日（火曜日） | 米11月個人消費支出
米11月耐久財受注
米7～9月期GDP確定値
米10月FHFA住宅市場指数
米12月ミシガン大学消費者態度指数確報値
米11月一戸建て住宅販売 |
| 12月24日（水曜日） | 1～3月期鋼材需要見通し
11月民生用電子機器国内出荷
2015年のマンション市場見通し
11月自動車各社の生産・販売実績
休場=ドイツ、イタリア、ギリシャ
アメリカの株式・債券・商品市場が短縮取引 |

- 1 2月25日 (木曜日)
- 11月企業向けサービス価格指数
 - 12月上旬貿易統計
 - 11月建設機械出荷額
 - 11月住宅着工
 - 11月パソコン国内出荷実績
 - 11月外食売上高
 - 休場=香港、韓国、シンガポール、マレーシア、インドネシア、インド、アメリカ、イギリス、ドイツ、フランス、イタリア、ギリシャ、スペイン、オーストラリア
- 1 2月26日 (金曜日)
- 11月全国・12月都区部消費者物価
 - 11月失業率・有効求人倍率
 - 11月家計調査
 - 11月鉱工業生産
 - 11月商業販売統計
 - 11月毎月勤労統計
 - 11月自動車生産
 - シンガポール 11月鉱工業生産
 - 休場=香港、インドネシア、オーストラリア、イギリス、ドイツ、フランス、イタリア、ギリシャ、スペイン

《 have a nice week 》

東京に住む人間の感覚ですが、「土曜日まで寒くて、日曜日は温かかった」。と筆者が感じた一つの理由は、筆者がやや北に移動して、雪の中で時間を過ごしたからかもしれない。那須温泉でした。計画を立てたときには雪など予定していなかったのですが、例の寒波の後。那須塩原の駅から少し上に上がるともう凄い積雪で、乗ったタクシーもお尻を振りながらの走行でした。今年初めて大量の雪を見ましたが、日本海側や東北の方々、それに名古屋・米原の方々、そして少し前には四国の山間部の方々も雪には被害を受けておられる。「大変だな」と思いながら雪を見ていました。温泉から見る雪は優しい。

年の瀬が接近してきました。あと約10日。いろいろな会合で、「あっという間の一年」という会話を交わしていますが、考えてみればそれは人間界の現象で、地球的には昔から一年は一年で、ちっとも長さは変わっていない。人間界で経験することが増えて、それが時間の経過を忘れさせると言うことなのでしょう。だから早く時間が経過するように見える、というより感じる。皆様にはどんな2014年だったのか。今となっては当たり前の話ですが、あっという間に2015年です。

恐らく今回の号が今年最後です。別に海外にいても文章を書けないわけでもないし、送

れないわけでもない。しかし来週の月曜日には筆者は既に海外ですし、同じように休みに入る方も多いでしょうから、恐らく休刊とします。多分来年もフル稼働となるのは12日の号からです。

皆様には良い年末年始をお過ごし下さい。

《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。》