

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2281号 2015年12月21日（月曜日）

《 Dovish hike 》

先週は日米で金融政策決定会合があって、アメリカでは FOMC が予想通りの中身で利上げを、日本では日銀がやや予想外に「既存の金融緩和措置の補完措置」を発表した。前者が準備の整った形での非常に分かり易い措置だったのに対して、後者は準備不足（主にマーケットサイドの）に加えて「一瞬騙される手品」のようなもので、日経平均を高値・安値で見て900円弱も大きくスイングさせた。マーケット激変の材料になった感は否めない。

日米ともにマーケットは季節要因もあって不安定。こうした中で特に日銀の措置について言うと、

『当面の金融政策運営について（「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入、12時50分公表）

『日本銀行が金融機関から買入れた株式の売却完了期限の延長』

『2016年1月以降の長期国債買入れの運営について』

『「株式買入等基本要領」の一部改正等について』（日銀HPへのアップ順）

という一連の文書が「何を意味するのか」を瞬時に読み込めた人はいなかったのではないか。だからマーケットは混乱した。もうちょっと発表の仕方を工夫しないとイケない印象がした。あれだと最初は誰でも

「新たな金融緩和？」

「それにしても空気銃（バズーカでないという意味で）」

と思う。そして黒田さんの記者会見の前に実際には「補完措置」だと分かって、日経平均は後場の頭で一時500円も上がっていたが、引けでは366円もの安値になった。

今回の措置に関しては、「新たな大規模金融緩和に向けた環境整備」など様々な憶測が飛び交っている。しかしそれもFRBよろしく「統計次第」でしょう。今回の日銀措置に対するマーケットの反応、それにECBのやや煮え切らない緩和策に対するマーケットの強い失望・反応を見れば、当局の意図とは別にマーケットが「予想」を形成することは明らか。ユーロ安を願ったECBがむしろユーロ高を招来してしまったように、政策の発動の仕方とタイ

ミングは非常に難しい。

その意味では、長く予想された FOMC の 0.25%FF 金利誘導目標引き上げは、「Dovish hike」というキーワード一つで表現できる、落ち着いたものだった。「Dovish hike」とは「ハト派的な利上げ」と訳せるもので、マーケットの受け止め方も少なくとも当初は「やっと片が付いた」という反応だった。ドルが少し強くなったが、世界の株価は大きく上値を追った。

思えば長い道のりだった。今回に先立つ9年半前の最後の米利上げは、「0.25%引き上げて5.25%に」というもの。06年6月29日。実はFOMCは2004年の6月から連続して毎回0.25%の利上げをしており、それが最後の17回目の利上げだった。「5.25%」と聞けば「金利らしい金利だ」と思う人も多いかも知れない。我々の記憶には「金利」と言えばそれほどの高い水準が記憶の中に刻み込まれている。バーナンキ議長の時代だった。

それが1年3ヶ月続いて下げに転じたのは翌07年の9月18日。アメリカの住宅不況が鮮明になり始めた時期で、利上げ理由は「住宅不況の悪影響を未然に防ぐ」というもの。その後は不規則な「のこぎりの刃」のような形でアメリカの金利は急速に引き下げられた。08年の3月にはFRBの要請でJPモーガンがベア・スターズを買収。住宅不況が証券界に飛び火したことが鮮明になった。

《 maintaining its existing policy 》

そして同年9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻と続く。危機発生 of 悪しき号砲だった。当時六本木ヒルズに入っていた同社の日本法人も時を置かずして消えた。世界的不況に発展。実はアメリカが実質的「ゼロ金利政策」(FF金利の誘導目標を0.0~0.25%に設定)を導入したのは08年の12月。それからずっと「ゼロ金利政策」は続いてきていた。それでも足りずに非伝統的な量的金融緩和(QE1、QE2、QE3など)を大規模に行ったのはご存じの通りだ。

だから今回の利上げに関してマーケットは「予想通り」と受け取った。しかし「長期間に渡って超金融緩和」が続いた後の利上げがアメリカ経済や世界経済にじわり与える影響は少なくない。なにせ超金融緩和のマネーは世界中に散って、普段だったらあまりマーケットから注目されない資産にまで入り込んでいた。それが安全な高い金利を求めて動き出せば、マーケット全体に与える影響は大きい。

既にその影響は格付けの低い社債市場での破綻など様々なところに出ている。FRBの利上げに追随して金利を引き上げた国もあるし、人民元のようにドル・リンクから通貨バスケットへの大きな意味での切り替えを口実に、今週の月曜日分を含めると10営業日も続けてドルに対して下げる通貨も出てきている。先行きを考えれば、0.25%でも引き上げが続けばアメリカの金利水準は他の諸国に比べて相当高くなる。これは資金を動かす人間にとっては無視できない。大きなファクターだ。

では「Dovish hike」とは具体的に何を意味するのか。FOMC 声明に意味合いが書いてある。声明には「gradual」という単語が2回出てくるが、丁寧にも後ろの方の「gradual」には「only gradual increases」という表現で、「only」まで付いている。つまり今後については「徐々に、そして慎重に利上げを継続する」という意味合いだ。それを「Dovish hike」と呼んでいるのである。ではどのくらい「Dovish」なのか。声明には「(米金融政策は) remains accommodative」という表現もあり「この表現がいつなくなるか」は今後の大きなポイントだが、これは当面先だ。当面のポイントは、「過去（グリーンSPAN時代）の利上げ局面から想像するような“連続利上げ”ではない」ということだ。時間を置きながらすることになる。

では今後どのくらいのインターバルを置いた利上げになるのか。それとも「予定は未定」で、逆に今回の利上げが米経済の鈍化を呼び、次の金利操作は「利下げ」になるのか。FOMC は当然「次は利上げ」を想定していて、ドットチャートを見ると2016年に「4回の利上げ」を見ているように見える。4回と言えば通常3、6、9、12の各月での利上げを予想する。FRBのHPで2016年のFOMC開催予定を見ると

January	26-27
March	15-16*
April	26-27
June	14-15*
July	26-27
September	20-21*
November	1-2
December	13-14*

となっている。3、6、9、12の各FOMCは*付きで議長会見も予定されている。確かに利上げはしやすい。そのうち3月に関しては今のところ非常に多くのエコノミストが「次なるFOMCの利上げ」を見ている。しかしどうだろうか。金曜日にあまりにも株が下がったこともあって既に「次なる米の金利操作は“下げ”」といった記事もこの週末には見掛けた。むろん敢えて奇をてらった記事とも言えるが、今の世界のマーケットの状況から見れば「4回は出来ないのでは」という印象もする。何よりもインフレ率が上昇してこない。これはFRBにとって頭の痛い問題だろう。

だから声明は「緩和スタンス持続」の意思を以下のように表現している。「The Committee is maintaining its existing policy of reinvesting principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities and of rolling over maturing Treasury securities at auction, and it

anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way. This policy, by keeping the Committee's holdings of longer-term securities at sizable levels, should help maintain accommodative financial conditions.」と。

つまり現状の「再投資」(reinvesting principal payments)と「ロールオーバー」(rolling over maturing Treasury securities)の既存政策を続けるし(中味的に引き締めないし)、FRBの長期債保有量は大きな規模を維持するだろうし、よってアメリカの金融情勢は緩和的であり続ける筈だ、と言っている。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|---|
| 12月21日(月曜日) | 11月白物家電国内出荷実績
11月食品スーパー売上高
金融経済月報
11月全国スーパー売上高
11月コンビニ売上高
月例経済報告 |
| 12月22日(火曜日) | 11月民生用電子機器国内出荷
トルコ中銀が政策金利を発表
米7~9月期GDP確定値
米11月中古住宅販売
米10月FHFA住宅市場指数 |
| 12月23日(水曜日) | 11月シンガポール消費者物価
11月マレーシア消費者物価
米11月耐久財受注
米11月個人消費支出
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(木曜日) | 金融政策決定会合の議事要旨
11月建設機械出荷額
11月シンガポール鉱工業生産
米新規失業保険申請件数
金融政策決定会合の議事要旨
11月建設機械出荷額
11月シンガポール鉱工業生産
米新規失業保険申請件数
休場=マレーシア、インドネシア、ドイツ、イタリア、 |

ギリシャ

短縮取引=アメリカ株式・債券・商品市場

12月25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

12月上旬貿易統計

11月企業向けサービス価格指数

11月住宅着工

11月外食売上高

休場=韓国、香港、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
페인

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。やっと寒くなり少し冬らしくなった。と思ったらもう12月も20日を過ぎて、筆者が海外に出かける予定もあり今日のニュースが今年最後のものとなります。実に早い。先週の金曜日は夜の街が賑わっていましたが、それも押し迫ったからでしょう。今年は三が日に土日が入ってしまうと言う日並びの悪さですが、ゆっくりと年末年始をお過ごし下さい。

ところで金曜日は、ちょっと早めに「スター・ウォーズ/フォースの覚醒」を見ました。まだの人が多いでしょうからストーリーに触れないで印象だけを書くと、

1. テンション・ハイのままずっと見れるし、さらにその中にグッとくる場面はある
2. 爽快感もあるし、ディズニーらしさを排除している。久しぶりにアメリカ映画らしいアメリカ映画を見た印象が残る
3. ファン待望の一作だからの盛り上がりは理解できるが、今後次々に作品が出てくるようなので、ストーリーの組み立てと既視感排除は結構難しいかも知れない

というもの。楽しめます。ついでですから、まだ見に行くまでに時間があるという人、それにこの映画のファンの方には書籍として「スター・ウォーズ学」（新潮新書）を推薦します。ついに「学」になってしまいました。

実に懐かしいことが書いてある本です。スター・ウォーズは1977年のアメリカでの封切り。私がまだニューヨークにいた頃です。当時二つの宇宙モノがあった。日本語名で「未知との遭遇」という素晴らしい日本語名を与えられた「Close Encounters of the Third

Kind」とスター・ウォーズ。後者も「日本語の題名」を考えたらしい。例えば「惑星間大戦争」とか。

しかしルーカスが「そのまま」と言ったとかこの本には書いてある。正解でしょう。中味はごしゃごしゃしていて、親と子に対立・決戦とかいろいろあるが、「悪と善」といった色分けも分かりやすいし、その間を行ったり来たりも面白い。ま、時間をおきながら見ると、「爽快感のあるファンタジー」です。

それでは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。》