

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2294号 2016年02月01日（月曜日）

## 《 surprise and tenacity 》

世界の金融市場が改めて黒田総裁に見たのは、彼が持つ「サプライズを用意したがる性格」と「(物価目標達成への) 執念」でした。故に世界のマーケットは先週末のニューヨーク市場に至るまで大きく動き、世界的な株高、円安となった。しかし残念だが、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」策の合理性や整合性にはいくつかの疑義が残る。既に同様の政策を採用している欧州で「マイナス金利策」で劇的な成果が出ているわけでもない。

よって今週のマーケットの焦点は、金曜日のマーケットを大きく動かした黒田総裁の「サプライズ」と「執念」の“持続性”だろう。記者会見の最後までこの2点が強い印象として残ったが、それらだけで「円安」「株高」というアベノミクスに欠かせぬ要素が維持され、日本経済に日銀が希望する活力が蘇ると考えるのは早計だ。よって今週以降もマーケットは「マイナス金利策」への評価を含めて神経質な展開となろう。

最大の「サプライズ」とは、総裁自身が繰り返し「ない」といって否定していた「マイナス金利」を採用したこと。記者会見において再三記者がこの点を聞いたが、黒田さんは「ダボスに行く前に事務局に新たな緩和策としてどんな選択肢があるか検討しておいてもらったら、当然欧州でも既に実施している”マイナス金利”が入っていた」と涼しい顔だった。しかしこれはマーケットにとって驚きだった。「ない」と思い込まされていた「マイナス金利の導入」を聞いただけで「日銀もそこまで踏み切ったのか」と誰もが思った。

「執念」とは「2%の物価上昇目標の早期実現」に対するそれだ。それはいろいろなところに出ている。金曜日発表の日銀文書の中にも

1. 「(金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用する) 今後必要な場合、さらに金利を引き下げる」

2. 「量」・「質」に「マイナス金利」を加えた3つの次元で追加緩和が可能なスキームとし、イールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れとあわせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく

3. 「3つの次元の緩和手段を駆使して、2%の早期実現を図る」

などの記述が見えるし、記者会見でも記者の質問に対して「重要な事は企業と家計が日銀

の決意に疑いを持たない状態を作り出すことだ」という趣旨のことを繰り返し述べた。私はそこに黒田さんの気力と執念を感じた。

もっとも「気力と執念」だけでマーケットが一直線に動いたわけではなかった。金曜日の発表直後に日経平均は 600 円弱上がったが、その後株価は急激に下げて一時は 300 円安が見える所まで一度落ちた。それはやはり発表が複雑だったからだと思う。発表本文には「日本銀行当座預金を 3 段階の階層構造に分割し、それぞれの階層に応じてプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利を適用する」とある。これはちょっと分かりにくいし、「マイナス金利が課されるのは一部か」と誰もが思う。政策の効果に対する疑念が惹起された。株は一時大幅反落。

しかしこの疑問に答えたのが、「本日の決定のポイント」（日銀発表文書）の Q&A の「Q4. ”階層構造” で、一部にしかマイナス金利を適用しないのでは、効果がないのではないか？」という問いに対する答えだ。「A. 金融取引の価格(金利・株価・為替相場など)は、ある新しい取引を行うことに伴う限界的な損益によって決まる。マイナス金利が当座預金残高の全体にかからなくても、限界的な増加部分にかかれば、新しい取引によって当座預金が増えることに伴うコストは▲0.1%である。金融市場ではそれを前提として金利や相場形成がなされる。」

これは納得材料になった。しかし欧州でも、日銀が手本としたスイスでも実施されているマイナス金利は、実施が既にかかなりの期間に達しているにも関わらず、景気低迷を含めてそれぞれが抱える問題を解消していないし、経済がとっとうまく回っている兆しはない。まだ問題だらけだ。そもそもお金を借りる借りないを決める条件の中で、「金利」は諸要因の一つに過ぎない。「借りて起業するなり何かを買おうと言う気持ちがあれば、資金は要らない。要らなければ金利が低かろうが、銀行が焦ろうが借り手は少ない」とも言える。だとすると、銀行の中銀預け預金の一部に対する金利をマイナスにしても、「そもそも景気が良くなると考えられるのか？」という疑問が沸く。

### 《 getting into narrow path 》

その疑問は残したままで、「しかし黒田さんの気力と執念には押されるな.....」とマーケット、いやマーケット参加者は思ったのではないか。それが引けにかけての日経平均の再上昇をもたらしたのではないかと思う。金曜日の日経平均の引けは 476.85 円高と 4 から 8 までの数字が全て並ぶ上げ幅だったが、今週はこの驚きを持って迎えられた措置の評価が進むことになる。

それにしても際どい決定プロセスだった。本当だった日銀総裁が歩くべきではないナローパスだった気もする。なぜなら「マイナス金利付き」の部分は 5 対 4。一人反対に回れば執行部提案が通らなかつた。もし否決されていたら日銀総裁の権威に傷が付いたところだ。

反対者の意見には聞くべき事が多い。日銀の発表文書によると『白井委員は、「量的・質的金融緩和」の補完措置導入直後のマイナス金利の導入は資産買入れの限界と誤解される

惧れがあるほか、複雑な仕組みが混乱を招く恐れがあるとして、石田委員は、これ以上の国債のイールドカーブの低下が实体经济に大きな効果をもたらすとは判断されないとして、佐藤委員は、マイナス金利の導入はマネタリーベースの増加ペースの縮小とあわせて実施すべきであるとして、木内委員は、マイナス金利の導入は長期国債買入れの安定性を低下させることから危機時の対応策としてのみ妥当であるとして反対した』とある。

はっきりしているのは、日本の金融政策が「未踏の領域」に入ったということだ。そのことと合わせて「経済・物価情勢の展望（2016年1月）」を読むと、賛否が限りなく接近したことを含めて「2%の物価上昇を目標とする」ことは「やや無理筋の領域に入りつつある」とも思う。もしかしたら黒田さんの頭の中には、「アベノミクスの方の旗頭である甘利さんが去った」という気持ちが働いたのかも知れない。「残るは日銀だけだ」という。もっともこれは推測ですが。

一方FOMCの声明にあまり驚きはありませんでしたが、それは予想通り。筆者は日本時間の木曜日の早朝に声明を二回ほど繰り返し読んだ上で、「文章的にも中味的にもとっても素直に読めて、違和感のない声明だな」と思った。一人の反対者も出なかった。

ところがそれまで上がっていたニューヨークの株価はFOMC声明発表の当日には下げて終了。それは声明を受けたウォール・ストリート・ジャーナルの見出しが「Fed Flags Worry on Global Tumult, Doesn't Rule Out March Rate Hike」となっていたりして、「FOMCの声明がマーケットの期待に添わなかった」かのような趣旨の事を書いたからだと思う。

しかし少し考えてみれば、それが無理筋の願いだ。中央銀行が2ヶ月弱先にある金融政策の決定に関し、「(3月中旬のFOMCでは)利上げはしない」なんて言うわけがない。例えば、昨年10月から3ヶ月連続で5.0%に落ち着いているアメリカの失業率が、今年1月分や2月分など今後出てくる統計で4.8%になったらFRBはどうするか。それはもう「次の利上げ」を用意するでしょう。3月にも。だからウォール・ストリート・ジャーナルが見出しで言っているような「Ruling Out March Rate Hike」など今から出来るわけがない。そんなことは分かっている筈なのに、この経済専門紙も面白い見出しを付けたものだ。

だから今回のFOMCが言えたのは、「ちゃんと国際情勢とそれがアメリカの成長と雇用に与える影響を見ていますよ」ということだけ。それは声明が言っている。「The Committee is closely monitoring global economic and financial developments and is assessing their implications for the labor market and inflation, and for the balance of risks to the outlook.」と。

全体的に私が強く感じたのは、「3月利上げの確率は客観的に見て大きく下がった」という点。マーケットのFF金利の先物相場を見ても「3月の利上げ」など全く見ていない。見ているのは今年一年間を通じて1回程度です。一つの背景は声明が過去ずっと指摘してきた通り、アメリカのインフレ率がちっとも上がってこないということにある。加えて、「(そこにまでFRBに責任があるとは言わないが) そうは言っても中国と石油市場情勢を背景とする

グローバルなマーケットの混乱がアメリカ経済に与える影響に関しては、当たり前だが FOMC は注視せざるを得ない」という認識がある。今回私は初めて発見したのだが、ウォール・ストリート・ジャーナルには「Fed Statement Tracker」(<http://blogs.wsj.com/economics/2016/01/27/parsing-the-fed-how-the-january-statement-changed-from-december/>) という面白いツールがある。これは直前の FOMC 声明と比較して今回の声明のどこが違っているのかをコンピューター的に処理したもの。とっても便利なのですが、それに目を通すと次のような印象が浮かび上がる。

1. FOMC はアメリカの景況感がちょっと一旦高台に達したという印象を持った
2. インフレ率の低い状態は前回に見ていたよりちょっと長引きそう
3. グローバルなマーケットの混乱には今まで以上に注視の目を注がなければいけない

これは私にとっても違和感がない。例えば「3」に関して。前は第二パラの最後にあった「monitor closely」の対象は「inflation developments」だったが、今回の声明文は「The Committee is closely monitoring global economic and financial developments and is assessing their implications for the labor market and inflation, and for the balance of risks to the outlook.」となっている。これはどう考えても「FRB は今の海外市場の動揺をとっても気にしている」と読める。なおこの Tracker を最後まで見ると、「今回からメンバーが大きく変わった」と分かる。あまり知らない人も多い。これから注目されるのでしよう。

### 《 Saudi Arabia will cooperate.... 》

今朝筆者が一番注目したニュースは、「Saudi Arabia will cooperate on oil output, didn't propose production cut, says Arabiya」という見出しの CNBC のそれです。つまりロシアなどから出てきていて、先週末の世界の原油相場反発に繋がったニュースに対するサウジサイドの出方に関するもの。このニュースの第一パラは「Saudi Arabia wants to cooperate with other oil producers to support the oil market, Saudi-owned Al Arabiya television reported on Sunday, quoting an unnamed Saudi source.」となっていて、「a unnamed Saudi source」というソースの希薄さには留意する必要がある。しかしサウジのテレビ局の報道でもあり、実際にどのような政治的対立を抱えていようが産油国が今の石油価格下落・低水準に例外なく頭を痛めていることは確かだ。だから「自らが言い出すわけではない」にしても、「他から誘われれば減産に応じる」という態度はサウジが取りうる姿勢ではあると言える。その場合には世界の原油価格は大きな下支えを得ることになる。

今週は週初から中国に関する注目数字が出る。中国の PMI 統計はいつも相場を動かすだけに注意が必要だ。もっとも世界のマーケットの中国株に関する関心はかなり低下した。何回も指摘したが、上海総合株価指数は 3000 の水準からかなり下振れして 2000 の大台にディー

プに頭を突っ込んでいて、「割高感」はかなり解消された。むしろ世界第 2 位の経済大国の景況は注目の的だが、これまでほど世界の株価に対する影響は大きくないかも知れない。なお同じ CNBC は情報筋の話として「中国が今年の成長率目標を 6.5%~7.0% のレンジに設定した」とこの週末に報じていた。

-----  
今週の主な予定は以下の通り。

- |             |   |
|-------------|---|
| 02月01日（月曜日） | 中国 1 月 PMI<br>1 月新車販売<br>12 月末税込実績<br>1 月大手百貨店売上高速報<br>財新の中国 1 月製造業 PMI<br>インドネシア 1 月消費者物価<br>米 12 月個人消費支出<br>米 1 月 ISM 製造業景況感指数<br>米 12 月建設支出<br>米大統領選アイオワ州党員集会<br>休場=マレーシア        |
| 02月02日（火曜日） | 1 月マネタリーベース<br>新発 10 年国債入札<br>オーストラリア中銀が金融政策を発表<br>韓国 1 月消費者物価<br>インド中銀が金融政策を発表<br>独 1 月失業率<br>ユーロ圏 12 月失業率<br>米 1 月新車販売  |
| 02月03日（水曜日） | 金融政策決定会合の議事要旨<br>オーストラリア 12 月貿易収支<br>オーストラリア 12 月住宅着工許可件数<br>黒田日銀総裁が講演<br>1 月消費動向調査<br>タイ中銀が金融政策を発表<br>ユーロ圏 12 月小売売上高<br>ポーランド中銀が金融政策を発表<br>米 1 月 ADP 雇用リポート<br>米 1 月 ISM 非製造業景況感指数 |
| 02月04日（木曜日） | 1 月輸入車販売  |

1月新車販売ランキング  
TPP署名式（豪オークランド）  
英中銀金融政策委の結果と議事要旨・四半期インフレ  
報告書発表  
チェコ中銀が政策金利を発表  
米10～12月期労働生産性指数  
米新規失業保険申請件数  
米12月製造業受注  
1月上中旬貿易統計  
オーストラリア中銀の四半期金融政策報告  
オーストラリア12月小売売上高  
12月景気動向指数  
インドネシア10～12月期GDP  
米12月貿易収支  
米1月雇用統計

02月05日（金曜日）

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。またまた荒れ模様の天候とあって、大変だった人も多かったのではないのでしょうか。今年の冬は予測が難しい。しかし全体的に言えば冬らしい冬になって良かった気もします。あまり暖かい冬が続くと「大丈夫かな」と思いますから。でも寒くなったのは気流が変遷しているだけで、全体的に地球温度としては上昇していると言える。それが困った問題です。

-----

週末はずっと山形県に居ました。こちらでは雪は迷惑ではなく、商売の種、私たち旅行者にとっては楽しみでした。毎年来ていますが、ここ数年で変わったことと言えば、例えば蔵王などのホテルのレストランで隣に中国語を話す一家が食事をしていても何ら違和感がなくなったということでしょうか。今年は周囲の4テーブルのうち3テーブルがChinese-speakingでした。山形駅から仙山線で3駅（快速）行った立石寺（山寺）にもそれらの人々が大勢。あの雪の1070段を上がってきた。びっくり。For what？

何せ本土、台湾、香港の3地域から去年一年間だけで1000万人の人が来ていますから、別に銀座とか心斎橋でなくても中国語を話す人がいることに意外感はない。午後3時を過ぎると蔵王の山頂はガスることが多いのですが、その事に関して「コースが見えない」とクレームを言う中国人もいるらしいのですが、私が見た限りではまずまずのマナーなのかな、と思います。もっとも態度や仕草などに関しては台湾や香港の人々には中国語以外には違和感はない。

ところで今日は米大統領選の実戦手始めの日です。アイオワ州での党員集会。同州での支

持率をみると、与党・民主党はクリントン、サンダースで拮抗、野党・共和党は不動産王ドナルド・トランプ氏（69）が優勢。最大の見所は今までのアメリカの政界の常識から見れば「例外的」とも言える共和党のトランプ候補、民主党のサンダース候補が実際にどの程度の票を取るかでしよう。

フランスの国政選挙を見ても、「支持率と実際の投票行動」には複雑系的な関係がある。「支持率」は目立つ方に立つ傾向があるのに対して、実際の投票は必ずしも結びつかない。「実際の選択」に傾く傾向が見られる。フランスの場合は極右が勝利する懸念が強まった決選投票には、そのことに懸念を強めた有権者（今までは投票に行かなかったような人を含めて）が一斉に投票所に向かい（よって投票率が上がった）、極右政党がどの選挙区でもトップになることが出来なかったという結果も見られた。

アメリカでも勢いのある二人には悪評もある。例えばクリントン支持を打ち出したニューヨーク・タイムズはトランプ候補に関して「空虚なスローガンを並べ、世界で最も大切な職への経験不足をさらしている」と手厳しい。実際に彼が大統領に当選しそうな場合には、フランスで「極右だけには政権を取らせるな」という動きになったのと同様、「トランプだけには入れるな」といった運動が起きそうな気もする。その場合には投票率がフランスのように高くなって、党大会までは共和党の他の候補者に、本戦では民主党候補に票が流れる可能性がある。

サンダース民主党候補も自ら「社会主義者」というほど今までのアメリカの候補者の中では例外的な存在。今は「若者に人気がある」とされているが、実際の投票行動に結びつくかどうか。また両氏がたとえアイオワなどの初期州で勝っても、党大会の前とか本戦の前には有権者によるある種の「選び直し」の可能性があるとと思っている。フランスでもそれが起きた。

もし仮にトランプ氏とサンダース氏がそれぞれの党大会で最終的候補になったら、ブルームバーグ氏が「この二人なら勝てる」とばかりに独立候補で多分出るだろうし、それは他の潜在的候補者（例えばバイデン副大統領）についても同じ事が言えるだろう。ということはアメリカの大統領選挙は今日のアイオワ州でいよいよ実戦に入るが、まだまだ紆余曲折があるということだ。

それでは皆様には良い一週間をお過ごし下さい。

《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。》