

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2307号 2016年05月02日（月曜日）

《 Japan on the list 》

先週の木曜日、金曜日はマーケット関係者にとって大きなニュースが相次いだ二日間で、今週の世界のマーケット（日本のそれは連休中で休場が多いが）に大きな影響があると思うので、それらのニュース、出来事を振り返り、今後を展望しておきます。

まず取り上げるのはアメリカの「為替監視リスト」公表です。リストは「FOREIGN EXCHANGE POLICIES OF MAJOR TRADING PARTNERS OF THE UNITED STATES」（米財務省のサイトで検索すれば一発で出てきます）とタイトルされており、TPP の国内推進を日一つの狙いとして去年出来た法律に基づくもの。従来もあった「為替操作国認定」とは違い、「監視リスト」は去年新しく設けられた基準に基づくもので、条件は三つ。「200、3、2」と覚えれば良い。

1. bilateral trade surpluses worth more than \$20bn=つまりアメリカとの2国間貿易で年間200億ドル以上の黒字を出している
2. current account surpluses above 3 per cent of GDP=つまりその国の経常収支黒字が年間でGDPの3%以上出ている
3. is making “repeated” net foreign currency purchases equivalent to more than 2 per cent of GDP in any given year=そして特定年の為替介入額がGDPの2%に達している

言ってみればこれらは「数値機械的な基準」であって、名指しされた5カ国・地域（中国、韓国、台湾、ドイツ、それに日本）は全て最初の2条件に当てはまる。しかも米財務省は「今現在3条件全部に該当する国はない」と述べている。では過去にはなかったのか。「過去10年間で見ると、中国と韓国がそれに相当した」とFTは報じている。同紙は「過去10年で中国は5回（つまり5年）該当した」と。日本は確かに最近為替介入はしていないので、「3」の条件には当てはまらない。ドイツがメンバーのECBも為替介入はしていない、と思う。

繰り返すが、「為替監視リスト」はTPP推進の意味合いもあって、去年の立法で新しく設けられた制度だ。TPPに疑いを持つ議員に、「財務省はこれからこうしたリストを作って海外諸国を監視します。だから貿易の為替による不公正は今後起きません。大丈夫なのでTPPに賛成して下さい」と。これに載せられて、かつ3条件に該当すると判断されると、財務省

は以下の対抗措置を発動できる。

1. the law requires the president to respond by denying access to certain US development loans
2. banning them from government procurement contracts
3. calling for stepped-up International Monetary Fund surveillance and/or excluding them from any trade negotiations

正直言ってアメリカへの輸出に直ちに大打撃という報復措置ではない。しかし問題は「リスト入りする」という屈辱感だ。「何か不正をしている」とアメリカから指弾されたような形になる。いくつかの記事には「shame」という単語が使われているが、その通りだ。

これらの措置は米財務省に「抑止力」と「義務」を与えるものだ。数値化してしまうことによって、例えば今日本は大震災からの復興にあるから..... とか言った「特殊事情」が勘案されなくなる。「200、3、2」が今後は数値機械的に発動される。

その政治的効果は、「最後の3番目の基準では該当したくない」という海外諸国の判断に繋がる。例えば週末の2日間だけで分母が111なのに5円以上も円高になった日本に関しては「介入したいが今回発表されたリスト入りの状態からすれば（介入は）躊躇される」ということになる。

むしろ為替政策を一方的に決められたくない麻生大臣は「必要なら介入する」的な事を言っているが、客観的にはこのリストが発表された直後によほど世間の誰もが「それは無秩序と言えるものであった」と同意できなければ介入には踏み切れないし、アメリカの制裁を避けるためには数値機械的に2%に介入規模が届くことは避けねばならないということになる。

半期為替報告書はルー財務長官がワシントンでのG20の席で言ったように「(この報告書が作成される直前までの107円への円高局面を含めて) 為替市場の最近の動きは秩序的」との判断。だとしたら「106円への急騰」を理由に日本が「リスト入り」の直後に為替介入をするのは難しい。週明けの今朝も日本の円は円高傾向だ。こうした状況は円高傾向が続くことを意味している。

《 from global to domestic 》

次に日米の金融政策決定会合です。結論から言うと「ともに据え置き」だった。しかしマーケットに与えたインパクトは全く違った。時系列的にアメリカのFOMC、次いで日銀を見るが、前者の結論を聞いた市場は静かなままだったが、後者ではマーケットは大きく株安・円高に動いた。

まずFOMC。筆者が先週の月曜日に予想した、そしてマーケットが予想した通りの結論だった。前回の声明で2度に渡って出てきたリスク要因としての「global economic and

financial developments」という表現が大きく後退して、次の利上げへの阻害要因として著しく影響力が減退したことを FOMC は認めた。

となれば「アメリカは6月にも利上げに向かうのか」という観測が高まりそうなものだが、今回の声明は国内経済に出てきた「弱さの兆し」に繰り返し触れて、「必ずしもFRBが6月に利上げする」と決意してはいないと含意している。消えたのは二つの文章とその一部です。前回声明の第一パラの最初の文章「Information received since the Federal Open Market Committee met in January suggests that economic activity has been expanding at a moderate pace despite the global economic and financial developments of recent months.」のうち suggests（今回は indicates を使っている）以下は全部落ちた。

代わって入ったのは、「labor market conditions have improved further even as growth in economic activity appears to have slowed.」という米経済の内部で見られるようになった跛行現象です。つまり引き続き労働市場は改善しているが、国内経済活動の伸びは鈍化した.... と指摘した。冒頭第一パラの文章はいくつもの米経済の跛行現象に触れる。例えば次の文章は「Growth in household spending has moderated, although households' real income has risen at a solid rate and consumer sentiment remains high.」となっている。つまり「強・弱」に触れた後は「弱・強」に触れていることになる。

この組み合わせはその次の二つの文章でも続く。「Since the beginning of the year, the housing sector has improved further but business fixed investment and net exports have been soft. A range of recent indicators, including strong job gains, points to additional strengthening of the labor market. Inflation has continued to run below the Committee's 2 percent longer-run objective.....」という「強・弱」「強・弱」の組み合わせ。

これを読んでいくと、「ではアメリカ経済は強いのか、それとも弱いのか？」と言いたくなる。この米国経済に関する「どっちやねん」（関西で言う）感は、3月の声明を読んだときにはあまり感じなかったものだ。3月の声明を読んで「利上げしない理由」を探せば、やはり「global economic and financial developments」に行き着くという感じだった。しかし3月の声明の第二パラにあった「However, global economic and financial developments continue to pose risks.」は今回すっかり消えた。つまりグローバルな経済・金融市場の展開はもはや特筆するリスクではないとインプライしている。代わって入ったのは同パラの最後に来ている「The Committee continues to closely monitor inflation indicators and global economic and financial developments.」つまり「global economic and financial developments」はリスク要因から監視対象になったということ。

ということは、「6月に利上げありやなしや」に関しては今回声明が「弱」として取り上げている

「経済活動の鈍化」

「家計支出の伸び鈍化」

「固定資産投資と輸出の弱さ」

「依然として2%を下回っているインフレ」

などが解消されるかにかかっているとと言える。全部解消しなくても、他のプラス要因で相殺される以上に全体的に改善するかどうかだ。ただし引き続き強いとされた例えば労働市場などが弱くなってしまえば利上げも出来ない、ということになる。そういう意味では気分的には日本の連休中に発表になる5月の雇用統計は重要と言うことになる。

増えるかとも思った「決定に対する反対意見」は増えず。引き続きカンザスシティ連銀の Esther L. George 一人が「who preferred at this meeting to raise the target range for the federal funds rate to 1/2 to 3/4 percent.」と利上げを主張。

《 B0J shocked the mart 》

FOMC の結論が想定内だったのに対して、マーケットを大きく揺らしたのは日銀の実質「ゼロ回答」の金融政策決定会合です。前回の会合に比べて円高が大きく進み、展望レポートでもインフレ目標達成が先送りになると思われる中で多くのマーケット関係者は「追加緩和」または「緩和措置の補正」があると予想した。筆者も先週のレポートで少なくとも後者はあると予想した。

しかし結論は「今までの政策（マイナス金利付き量的・質的金融緩和）の浸透具合の見極め」を理由にした据え置きだった。これにマーケットは激しく反応した。連休に入る前の木曜日の日本のマーケットでは前引けで250円ほど上がっていた株価（日経平均）は、日銀発表を受けた後場に急落して624円安で終わった。円相場も急騰して、金曜日マーケットが開いた海外市場の終わりまでに106円の前半まで。発表前が111円台の半ばだったので、円相場は5円も急騰した。週明けの今朝も日本の円は円高傾向だ。

「見送り説」は木曜日の日経朝刊にも少し出ていたものだ。金融政策の効果発動には時間がかかると言われるから、マーケットの期待を追いかけるように次々に緩和措置を発動すべきではない、という考え方でそれには一理ある。しかしその結果は大幅な円高・株安で、そのまま日本のマーケットは連休週に入った。今週の世界のマーケットでは日本勢が十分に参加できない形で進行する。多くの関係者が懸念するのも当然だ。

それを増幅しているのは、日本が29日から連休に入った前後から世界のマーケットも荒れ模様になっていることだ。ニューヨークの株をダウは木、金の二日間で300ドル弱となった。欧州の下げも大きい。DAX（ドイツ）は金曜日の取引では282.18ポイントも下げて10038.97と10000の大台を失う寸前となっている。今のVIX指数（恐怖指数）は16.77と水曜日の落ち着いた状態（ニューヨークのダウは18000台に乗っていた）では同指数は13の大台だった。大分マーケットの恐怖気分は高まったこと

になる。

もちろん理由は様々だ。ニューヨーク市場ではずっと「ダウ高・Nasdaq 安」が続いていた。アップルの売り上げが iPhone を発売して以来初めて前年を下回ったりして、同社やマイクロソフト、IBM などのハイテク株に売りが続いている。それが木・金になってマーケット全体の下げを誘引したという事情もある。

しかし今の世界のマーケットでの「不安感の増大」、それに伴う円高・世界的株安の一つの要因となっているのは、東京市場の不安定だろう。世界でも比較的大きな東京市場で株価が日経平均で見て高値から 900 円近く下落した波乱。そこから下げがアジア、欧州、そしてアメリカに伝播し、東京が休日の間も続き、金曜日にもトレンド変化なしに終わろうとしているという展開。

アメリカでも直近四半期の成長率が予想外の 0.5% に留まるなど、世界経済の抱えている問題、つまり成長力を欠くという問題は大きい。欧州もやっと 2008 年前の水準を取り戻したと言っても、「欧州経済が復調した」と言う人はいない。やはり景気は低迷続きだ。世界を見ると驚くほど「破綻国」が多い。ベネズエラは公務員に電力不足だからといって週 2 日労働制を課した。その南のブラジルは激しいインフレが起きて、ルセフ大統領が弾劾に追い込まれ、リオのオリンピックの際には裁判中となって大統領でいられない可能性が高い。

アフリカには破綻国家がリビアを初めとして一杯あり、スペインは 4 ヶ月に及ぶ組閣の動きが結果を出せずに、再び 6 月に総選挙の可能性が高い。体制は揺らいでいないでも、アメリカのトランプ旋風を見ると、「この世界最大の軍事力、経済力を持つ国は、今後どうなるのか」と不安になる。

つまりもともと今の世界は不安に満ちている。従来にない形で。その中である種「信頼感」を売ってきたのが先進 3 カ国の中央銀行だった気がする。不安におののくマーケットと対話しながら、そこに安定感をもたらして世界経済を安心感あるものにしてきた。2 月もそうだったし、今回もそうだが、日米欧の中央銀行の金融政策決定会合は「かぶる」状態となっている。これは日欧の中銀が徐々に「年 8 回程度の金融政策決定会合」と足並みを揃えたことに起因している。欧州 ECB は日米より一週間ほど早めに会合を開く。4 月もそうだった。

最近数回を見ると、3 中銀の中で一番マーケットを揺らしているのは日銀の決定会合だ。2 月にはマーケットが全く予想していないマイナス金利政策を導入して、世界のマーケットに衝撃を与えた。そして今回はそのデメリットやその政策への批判が大きいし、何より日銀の目標としている「2% の物価上昇目標」が遠ざかっているのだから「今回は何かするだろう」と思われていたのにゼロ回答。その結果がこの二日間の世界的マーケット混乱である。

この間 FRB は殆どマーケットを揺らしていない。無論 FOMC は去年から「利上げモード入り」の中で十分に世界のマーケットを揺らしたというのは事実である。しかしアメリカの

FOMC について言うと、失業率でもインフレ率でも目標に接近している、成功しつつあるという実績は褒められる。日銀は今年に入って2回大きく世界のマーケットを揺らしたが、どちらも「円高・株安」の方向への揺らしだ。それが悪いかどうかは短期的には言えない部分がある。しかしマーケットの反応は少なくとも「市場の評判」であり、その点で言うと今の日銀の「市場の評判」は極めて悪いと言える。

木曜日の日銀の展望レポートや黒田さんの記者会見を見て思ったことは、「日銀は“基調”という便利な言葉を使って、日々刻々生じているマーケットや経済の重要な発信信号を軽視しているのではないか」ということだ。「いや基調はこちらです。目標は達成できます」と。しかし物価目標達成を日銀は今回4回目の先送りとした。同行にとってとっても重要な政策目標を4回も理由を付けて先送りしておきながら、「いや基調は上昇に向かっている」と言われても俄には信じられない。なぜなら4回も先送りしたことの事実の方が重く、それこそが「基調」、つまり「物価が上がらない状態」であると言えるのではないか。

「判断したときには躊躇なく」と何回も繰り返しながら、「今回は政策効果を見極めて」と。実に分かりにくい。この「分かりにくさ」が世界のマーケットの不安感の導火線に火を付けた印象もする。数日前に111円の半ばだったドル・円相場が5円も上昇、つまり円高になった。そして株価が引値で600円以上一日にして下げ、東京市場が休場になった後も世界の株が下げた。その二つは同質ではないが、その「デフレ効果」は大きい。円相場の先行きも「円高」色が強い。

相場は常に動く。動いた相場が短期間しかそこに留まらなければ、その価格で締結される商売（商品、サービスにしろ）は少ないから、経済全体への影響は少ない。だからたとえ1ドル=100円を短期的に割れる円高相場が出現しても、短期なら日本経済に与える影響は少ない。しかし長引いたら日本経済へのデフレ圧力は増す。それは日銀の政策目標が達成から遠ざかることを意味する。

《 surprises are not the objective 》

「マーケットに驚きを与える事」は、必ずしも金融政策の目標ではない。金融政策も目標はあくまる安定した物価、安定した雇用、安定した成長だ。「驚き」「サプライズ」もそれに役立つなら良い。しかし今年2回に渡って日銀がマーケットと日本経済に与えた「驚き」は、少なくとも私の目で言うなら「マイナス点」だ。マイナス金利故に日本経済が好循環に入りそうな気配は感じられない。

「基調は良くなる方向だ」と言われても、実際に先週の木曜日に発表になった3月の消費者物価は2年11ヶ月ぶりの下落幅である-0.3%を記録した。つまりある意味「デフレに逆戻り」という状況だ。雇用は数では良い。しかし黒田総裁も言っているように「賃金の上昇」がうまく行っていない。

黒田総裁の「サプライズ」は、2回成功して、直近の2回は失敗だとも言える。となると、「クロダノミクス」の収支決算は、という時期尚早な議論が出てきかねない。状況はそ

うなのだから、「基調は....基調は....」と言って日々、月々に起こっている事にあまり関心を示さないような状況からは脱して欲しいと思う。日銀には政府にも民間企業にモノを言って欲しいと思う。でないと、日銀の言っている「基調」が実は後で見たらとっくに変化していました、ということになりかねないとも思う。

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|--|
| 05月02日（月曜日） | 4月新車販売
4月大手百貨店売上高速報
米4月ISM製造業景況感指数
米3月建設支出
休場=中国、香港、台湾、シンガポール、マレーシア、
タイ、イギリス、ギリシャ |
| 05月03日（火曜日） | オーストラリア3月住宅着工許可件数
中国財新4月製造業PMI
オーストラリア中銀が金融政策を発表
米4月新車販売 |
| 05月04日（水曜日） | ユーロ圏3月小売売上高
米4月ADP雇用リポート
米3月貿易収支
米4月ISM非製造業景況感指数
米3月製造業受注
米1~3月期労働生産性指数速報値 |
| 05月05日（木曜日） | オーストラリア3月貿易収支
オーストラリア3月小売売上高
中国財新4月非製造業PMI
休場=韓国、タイ、インドネシア |
| 05月06日（金曜日） | 4月マネタリーベース
オーストラリア中銀の四半期金融政策報告書
2日時点の給油所の石油製品価格(17:00)
米4月雇用統計
休場=タイ、インドネシア |

《 have a nice week 》

3連休はいかがでしたか。それぞれの方が連休の前半をそれぞれの過ごし方で送っておられるのではないかと、思います。「世の中連休でも、月曜日と金曜日は入社」という方も多いのではないのでしょうか。それでも多くの方にとっては火曜日からまた3連休となって休

みが続く。先週だったか、筆者は函館に五稜郭の桜を見に行きましたが、日本は南北・東西に長いのでいろいろと楽しめる。五稜郭の桜は上から見るのが良い。下からは寂しい。

ところで連休二日目の30日から、筆者はベトナムに来ています。ハノイで国内線に乗り換えて今はダナン。今まで来たことのないベトナム中部の街です。ネットにあるデータによれば人口は100万をちょっと超えたくらい。今までに来たことのあるハノイやホーチミンに比べれば小ぶりの街です。

まず思うのは「とにかくみんな若い」が第1印象。ベトナムには過去2回来ていますが、最後に来たのは2008年かな。その時に確か「国民の平均年齢が30才」と書いた記憶があるのですが、それから国民の平均年齢はあまりそれから上がってはいないように見える。それは二日ほどこの街にいて思うことです。行列は日本ではかなりの割合で高齢者の列ですが、こちらでは若者の列となる。高齢者の列はまだ見ていない。日曜日はダナン郊外の避暑地 Ba Na Hills（当時支配者だったフランス人達が避暑地とした所 今はケーブルカーで一気に2000メートルを上がる）に行きましたが、若者達であふれかえっていた。

ベトナムは変わったところと従来通りの所と。ハノイの空港にもダナンの空港にもバイクが見掛けられないので、「どうしちゃったのだろう」と思ったのですが、ダナンの街中では大勢さんいました。一番多くの方が乗ったバイクには子供を含めて6人。ダナンはベトナム戦争の時にアメリカ軍が海軍基地としたところ。しかし今は「良い海岸」がある街で、さらにドラゴンブリッジの周辺の夜景はとっても綺麗です。

到着した30日は「ベトナム戦争が終結した日＝祝日」ということで、ダナンもえらい人出でした。また興味が持てることがあったら書きたいと思います。

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。》