

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2042号 2010年11月08日(月)

## 《 American position 》

今週も国際会議が多い週でそれぞれの会合から出てくる声明には関心が集まるだろうが、マーケットが見つめるのは参加国が声明で何に合意するかではなく、本音のところでは実際に何をするのか(中銀の措置や政府の政策など)、市場の需給がどう変化するのかだろう。

アメリカの大規模な金融緩和は世界的な批判を巻き起こしている。アメリカは、貿易不均衡是正を目的に何らかの指標(例えばGDPの4%以内など)を導入することによって中国の人民元の切り上げペースを速めようとしているが、この努力を結実させるためには批判国を満足させる相応の約束や措置を迫られる可能性が強い。それが今後の為替市場の動向を変えかねない。そうした観点からも、大きな方向としてはドルがしばらくは反発基調になると考える。

QE2への広範な批判に対するアメリカの反論は、ガイトナー発言などから推察すると以下のようなものだろう。

1. 世界の多くの国はアメリカへの輸出によって自国経済を回している。QE2はそのアメリカ経済が健全性を高めるための措置であり、副作用を伴うものであるとしてもアメリカと世界の経済にとっては必要な措置だ
2. 供給した流動性が一部の途上国で資産バブルやインフレ圧力を引き起こしていることは確かだが、インフラ整備や投資に必要な資金を潤沢に得られるという意味では、先進国の量的金融緩和措置は途上国にとってもメリットがある

今朝のウォール・ストリート・ジャーナルには、「In response, Mr. Geithner stressed that strong U.S. growth is critical to the global economy. The Treasury Secretary said that the capital flows being seen are in many respects "very positive" for emerging economies. "There are risks and challenges with that, but most countries would trade those challenges for any of the challenges that we've faced over the last three years."」という発言が引用されている。

実際の所、今のアメリカ経済の現状を見た上で、「今のアメリカには金融緩和など経済

を上向させる措置が必要ではない」という途上国は少ない。それほどアメリカ経済が悪いことでは世界が同一意見である。しかし、金融緩和だけではアメリカ経済が改善すると見る向きが少ないことも確かで、その手の意見はアメリカ国内にもある。FOMCの中にもカンザスシティ連銀総裁のホーニグ理事などは一貫して追加緩和に反対している。

途上国の考え方は、「アメリカが景気刺激策を必要としていることは分かるが、その余波で自国の経済運営が難しくなる、インフレ圧力が高まるのはかなわない」「今のうちにアメリカの政策ミスを指摘しておきたい」といったものだろう。実際に問題なのは、世界的な過剰流動性が各国経済、途上国の経済規模に比して大きくなっていることであり、その過剰流動性を日本やアメリカの非伝統的な金融緩和策がさらに膨らましてることだ。実際の所、世界に存在する過剰流動性は途上国の経済規模から見て非常に大きいし、さらに重要なことはそのペロシティ（流通速度）が異常に高いということだ。その移動スピードは、途上国の金融当局の制御能力を遙かに超える。途上国は過去の経験から、自国に出たり入ったりする流動性のスピードを知っているだけに、批判を強めている。

途上国の代表格である中国。人民銀行の周小川総裁は先週北京での講演で米連邦準備理事会（FRB）の追加金融緩和策について「グローバルな観点からは必ずしも優れた選択といえず、世界経済に副作用を及ぼす」と述べた。これは米国の金融緩和で世界的に過剰流動性が膨らみ、中国など新興国に投機資金が流れ込みかねないことに懸念を表明したものだ。ブラジルもインドもそしてフィリピンなどもアメリカのQE2に批判的である。

批判は先進国の間にも広まっている。AFP通信によると、独シヨイブレ財務相は、「こうした施策で米国の問題が解決できるとは思えない」と批判、「世界に余計な問題を課すことになるだろう」と語り、過剰流動性が膨らむことに懸念を示した。またフランスのラガルド経済・産業・雇用相も、「米国の決定はユーロに悪い影響をもたらす」などと不満を表明した。

インドやオーストラリアがFOMCの直前に利上げしたのは米金融緩和に対する事前抗議の意味があるだろうし、昨日の商品市場では金相場が1400ドル直前まで上昇した。日米の金利ゼロに対して、インドを先頭に資源国・新興国で上昇する高い金利、その一方でアイルランドのように金融危機で高い金利を余儀なくされる国。どう考えても世界経済はゆがんでいると言える。

### 《 will be vigilant against excess volatility 》

こうした強い批判の中でアメリカが主に中国をターゲットに貿易収支の不均衡（黒字サイド）是正に何らかの目安を導入し、人民元の切り上げペースを加速する枠組みを作ろう、それで国際世論形成しようとしたら、アメリカは慶州で渋々認め、今回のAPEC財務大臣会合（2010年11月5-6日 日本・京都）から出た「成長戦略とファイナンスに関する京都レポート」（[http://www.mof.go.jp/english/if/growth\\_report\\_ap\\_101106.pdf](http://www.mof.go.jp/english/if/growth_report_ap_101106.pdf)）

でも文言に入れた「Advanced economies including those with reserve currencies will be vigilant against excess volatility and disorderly movements in exchange rates.」を、例えば具体的に「ドルの一段安阻止」の方向でより強く舵切りをせざるを得なくなる可能性だ。この文章の前には「We will move towards more market-determined exchange rate systems that reflect underlying economic fundamentals and will refrain from competitive devaluation of currencies.」という一文も入っている。今世界で一番下がっているのは、誰が見てもアメリカのドルだ。

これを裏書きするようにガイトナー米財務長官は6日、APEC 財務相会合後に記者団に対して「強いドルは米国にとって大変重要だ」と述べ、一段のドル安は望まないとの認識を改めて示した。同長官は、「競争で優位に立つために通貨を使うことは決してしない」とも述べた。オバマ政権の「輸出で成長」路線に矛盾しかねない発言である。ガイトナー発言は、今までのドルに対する言及の中では一番強い。途上国の批判にアメリカがたじろいでいるのが分かる。

---

そのアメリカの金融緩和策は、4日早朝に発表になった。QE2 と呼ばれる FOMC の金融緩和策は、微妙なところでマーケットの予想を上回った。市場の新たな緩和策への「評価の分かれ目」とされた5000億ドルを1000億ドル上回る6000億ドルの新たな長期債買入策という強い緩和策。「毎月約750億ドルのペースで2011年第二四半期末までに」と。声明は第三パラグラフで以下のように述べる。「the Committee intends to purchase a further \$600 billion of longer-term Treasury securities by the end of the second quarter of 2011, a pace of about \$75 billion per month. 」

もっとも声明を続けて読むと、この総額とペースも「まずはこれだけ」の金額で、「必要に応じて調整する」とある。「The Committee will regularly review the pace of its securities purchases and the overall size of the asset-purchase program in light of incoming information and will adjust the program as needed to best foster maximum employment and price stability. 」の部分だ。「最新情報次第で見直し、最大限の雇用と物価安定促進に必要な形で調整する」とある。「調整 (adjust)」とはむしろ減額の可能性もあるが、もっと可能性の高いのは増額される可能性があるということだ。つまり、「増額の可能性あり」で、それは「経済情勢次第」と読める。この部分が多分マーケットへの強いメッセージとなる。

しかし筆者は一つの大きなポイントとして目新しい単語の登場に着目したい。それは「dual mandate」だ。つまりFRBの負っている使命について、「最大限の雇用」に加えて「物価安定」の二つがあると強調した部分だ。実は今回おやと思って今年の声明全部に検索をかけてみたが、この「dual mandate」という単語が登場するのは今月分が最初である。FOMC 声明くらいになると、新しい単語が登場したことには必ず意味がある。実は今年九月の声明でも、それに近いことは言っている。「Measures of underlying inflation

are currently at levels somewhat below those the Committee judges most consistent, over the longer run, with its mandate to promote maximum employment and price stability.」の部分だ。しかし「dual mandate」とは言っていなかった。

### 《 dual mandate 》

それに関連して、筆者は二つのことに注目した。それは今のアメリカのインフレ率が「絶対的に低い」という判断を FRB が下していることが分かる文章になってきているという点だ。改めて引用するが、9月には「are currently at levels somewhat below those the Committee judges most consistent」としていた部分を、今回は「Currently, the unemployment rate is elevated, and measures of underlying inflation are somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate.」として「low」という単語を使っている。「below」と「low」では絶対性が違う。

加えて、第二パラグラフの最後には「progress toward its objectives has been disappointingly slow」という表現もある。つまり、FOMC の考え方が最大限の雇用と双肩するほどに「price stability」が使命となっているが、「その物価水準は絶対的に低い」「それをどうにかしなければならぬので、今回の思い切った緩和策をしている」と主張しているように見える。無論、「levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate.」という形で、FRB が「使命との長期的整合性のある望ましい水準」として考えるインフレ率を明示するようなことはしていない。そういう意味ではインフレターゲット論にまでは行っていない。しかし、今回の声明を見ながら、物価水準に対する FRB が関心が高まったことと、それを意識した政策運営の方向性が高まったようにも見える。

これはちょっとした言葉調べだが、今月の FOMC 声明に「low」で検索をかけたら、7カ所で変色した。使われている単語は「slow」「lower」「low」の三種類だった。前回9月には登場していた「below」はなかった。「low」の綴りが頻繁に使われた声明だと言える。第一パラグラフの経済活動も、そしてインフレ率も低い。高いのは失業率。声明全文は FRB の サイト (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>) にあるが、以下にも掲載しておく。

Release Date: November 3, 2010

For immediate release

Information received since the Federal Open Market Committee met in September confirms that the pace of recovery in output and employment continues to be slow.

Household spending is increasing gradually, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Business spending on equipment and software is rising, though less rapidly than earlier in the year, while investment in nonresidential structures continues to be weak. Employers remain reluctant to add to payrolls. Housing starts continue to be depressed. Longer-term inflation expectations have remained stable, but measures of underlying inflation have trended lower in recent quarters.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Currently, the unemployment rate is elevated, and measures of underlying inflation are somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate. Although the Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, progress toward its objectives has been disappointingly slow.

To promote a stronger pace of economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to expand its holdings of securities. The Committee will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings. In addition, the Committee intends to purchase a further \$600 billion of longer-term Treasury securities by the end of the second quarter of 2011, a pace of about \$75 billion per month. The Committee will regularly review the pace of its securities purchases and the overall size of the asset-purchase program in light of incoming information and will adjust the program as needed to best foster maximum employment and price stability.

The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.

The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and will employ its policy tools as necessary to support the economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with

its mandate.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; James Bullard; Elizabeth A. Duke; Sandra Pianalto; Sarah Bloom Raskin; Eric S. Rosengren; Daniel K. Tarullo; Kevin M. Warsh; and Janet L. Yellen. Voting against the policy was Thomas M. Hoenig. Mr. Hoenig believed the risks of additional securities purchases outweighed the benefits. Mr. Hoenig also was concerned that this continued high level of monetary accommodation increased the risks of future financial imbalances and, over time, would cause an increase in long-term inflation expectations that could destabilize the economy.

この声明には出ていないが、FRB が最初に米国国債買い入れを直近でやったのは 2008 年 12 月から 2010 年 3 月までで、その総額は 1 兆 7 5 0 0 億ドル。今回の新たな保有増額に関しては「まずは 6 0 0 0 億ドル」となっているが、実は毎月モーゲージ証券を 3 5 0 億ドルずつ長期債に代えていくので、米国長期債の来年 6 月末までの買入総額は、9 5 0 0 億ドルに達する可能性がある。これで長期金利が下がらないとしたら、ちょっとおかしい。

ただしこれはいつも議論になるが、FRB が一生懸命緩和してもそのお金が海外に流れて新興国市場でアセット価格の上昇を招き、その国の通貨を対ドルで上げてしまう副作用を起こしたのでは意味がない。しかしその危険性はある。だからインドやオーストラリアは金利を上げて流動性の引き締めをしている。オーストラリアは経済そのものが過熱し、不動産投資も活発だが、インドは明らかに今の世界の振興途上国が直面している「米金融緩和の副作用対策」としての利上げの側面が強い。

Thomas M. Hoenig は相変わらずの反対。「increased the risks of future financial imbalances」と彼が言っている部分は、国内だけなのか海外も含めていっているのか興味がある。

---

今週の主な予定は以下の通りです。

11月8日(月)	9月景気動向指数(速報)
11月9日(火)	10月企業倒産件数
	10月景気ウォッチャー調査
	10月工作機械受注
	米9月卸売在庫
	ブラジル10月消費者物価
11月10日(水)	10月消費者動向調査
	APEC閣僚会議(11日まで/横浜)

	オバマ米大統領来日
	米9月貿易収支
	英中銀インフレ報告
	中国10月貿易収支
	ロシア大統領韓国訪問（12日まで）
11月11日（木）	9月機械受注／10～12月見通し
	10月国内企業物価指数
	米債券市場休場（ベテランズ・デー）
	G20金融サミット（12日まで／ソウル）
	中国10月生産者物価
	消費者物価
	小売り売上高
	鋳工業生産
	固定資産投資
11月12日（金）	米11月ミシガン大学消費者信頼感指数（速報）
	ユーロ圏7～9月GDP
	インド9月鋳工業生産
11月13日（土）	APEC首脳会議（14日まで／横浜）

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。先週の前半に比べて暖かい週末でした。街に出ても「秋を楽しむ人々」があちこちに見られました。車で通りかかった公園には、子供連れが多かった。静かに、しかし楽しそうでした。それにしてもいろいろな意味で、すさまじい日本シリーズでした。バンドの連続失敗など中味は必ずしも褒められた試合ばかりでもなかったが、でも面白かった。落合監督の「誰も責めない。責めるつもりもない。強さを感じさせないことが、相手（ロッテ）のすごいところでは。今年は選手を褒めてやる。ただ、力でねじ伏せて勝つ強さがまだ足りない」というコメントも彼らしくて良かった。

ところで、この週末にはいろいろ世論調査が出てきた。読売新聞社が5～7日に実施した全国世論調査（電話方式）では、菅内閣の支持率は35%となり、前回調査（10月1～3日実施）の53%から急落した。一方共同通信社が6、7日に実施した全国電話世論調査で、菅内閣の支持率は32.7%と先月初旬の前回調査47.6%から14.9ポイント下落し、ともに発足以来最低となった。

尖閣諸島沖の中国漁船衝突事件や円高・デフレの経済情勢、小沢一郎・民主党元代表の「政治とカネ」の問題への対応などで不満が高まっていると思われ、これらの要因が内閣支持率を一気に引き下げた。野党時代にはあった輝きが消え、指導力が全く感じられないと国民は感じているのでしょう。菅政権は今後も厳しい政権運営を強いられるこ

とになりそうだ。

それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信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、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ものです。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。》