

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2167号 2013年06月24日(月曜日)

《 long winding down 》

今週の最大のポイントは、時間的枠組みさえもバーナンキによって提示された「超緩和の long winding down (時間をかけた徐々なる解除)」という新しい事態に、マーケットがどの程度「順応対応」出来るかどうか、でしょう。もうかなり終わった印象もあるが、まだ少しガタガタ(ポジションの投げ合いによる)するかも知れない。日本市場について言えば全体的なトレンドを言えば、ドル高、債券利回りへの上昇圧力、そして株高だろう。

それにしても先週改めて「難しい」と思ったのは、緩和、または“超緩和”から解除を始めるときのマーケットの動揺を当局はどう抑えるのか、そしてセントラル・バンカーがマーケットとどうコミュニケーションすべきかという問題です。今回は前回の FOMC の後の反省もあって随分考えた、工夫を凝らした言葉使いをバーナンキはしていたように思う。「あまり具体的な事は言わない」という事前予想に反し、より具体的なスケジュール提示(年内開始、来年半に終了の可能性)に踏み込んだ。それを評価する声もあったが、しかしそれがかえって「市場の動揺」を招いた面もあった。何よりもバーナンキ発言の直後からのニューヨークの株価の急落(二日続いた)がそれを物語っている。

市場を見ている人間としては、退任(かなりの確率で)を控えていると言うこともあるのかも知れないが、「バーナンキはよくそこまで言った」と思う。それが正しいかどうかは別にして、筆者などはそう思う。言質をとられたくないセントラバンカーは通常は、「いつ何時何をするか」といったことを具体的には言わないものだ。しかしバーナンキは

1. 失業率の低下などが続けば、年内 (later this year) に月間850億ドルの債券購入計画の縮小を始める (the central bank could begin pulling back its \$85 billion-per-month bond-buying program later this year)
2. 経済情勢が引き続き良ければ、失業率が7%に接近するイメージの中で、来年の半ばには債券購入プログラムを終了する (the program of bond buying could be completed by the middle of next year as the jobless rate reaches a projected 7%.)

と述べた。この発言には無論多くの「if」がある。ここまでバーナンキが意志表示すると

思った市場関係者は多くはなかつただろう。7%という今まで聞かなかつた threshold も提示された。かつバーナンキは記者会見ではっきりと、

『しかし債券購入プログラムを終了しても、買った債券はFRBとして売却はせずに保持し続けるので金融市場には依然として緩和効果があるし、FF金利を上げるのはずっと先だ』

と強調した。つまり債券購入プログラムの完了は「引き締め」ではないし、一般に「引き締め」で想起されるFF金利の引き上げなどはまだ見通せる状況にもない、と。彼の言葉を借りれば、「アクセルの踏み込みを緩めるだけ。ブレーキをかける訳ではない」と彼らしくない、もっと言えばグリーンスパン並みのたとえ話も披露していた。

バーナンキが発言し終えたときのCNBCのアンカーが、「よくわかつた。今までよりよく理解できた」と述べたことが象徴しているように、筆者には「FRBの考え方、そのある程度の妥当性」は記者会見を見ていて伝わってきた。マーケットの関係者の多くも、「そうか」と納得したと筆者は思った。

しかし実際には売りが始まると市場の動揺は高まり、二日連続の、合計560ドル近い下げとなった。これはパーセントにしても大きいから、やはり「動揺」と呼ぶに相応しい。市場関係者やマーケットでアセットを運用している人間は、基本的には資金が調達しやすい状態を歓迎する。それが金融緩和であり、“超緩和”だ。しかし、理屈では分かっている市場参加者も、いざ自分の持っているポジションがアゲインストになると「頭では分かっているが....」ということになる。マーケットは常に疑心暗鬼だ。

《 misjudgment ? 》

といっても、FOMCとバーナンキの記者会見が完璧に納得できるものだったかといえば、そうではない。恐らく今後問題になるのはその発表方式ではなく、ベースとなるFRBの考え方に間違いはなかつたのか、という点だろう。

バーナンキの記者会見をずっと見ていて、出席した記者の方々からも質問として出ていたが、筆者には一つの疑問が大きく浮かんだ。インフレ見通しと、それへの対処に関して。それは「3月の分を改訂した新しいFRBの経済見通し」に示されている。成長率など景気見通しに強気なのは分かるとして、インフレ見通しが非常に低いのだ。特に今年の見通しは3月時点に比べてかなり引き下げられている。目標の2%に比べても低い。これをどう考えるか。

FOMC声明を見るとインフレに関して、「Partly reflecting transitory influences, inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable」と述べている。確かに2014年と2015年のインフレ見通しは3月時点とはあまり変わっていない。しかしそれ

でも下げ気味です。記者会見の中でバーナンキは「transitory influences」をいくつか「医療関係とか」と挙げていた。しかし筆者は世界的なディスインフレはもっと基調的なものだと考えていて、このバーナンキの「transitory 説」に賛成できない。この点を確か2人くらいの方が聞いていた。だって世界的に商品価格は低迷し、原油も100ドルを上回れない。

この世界的な商品価格の低下は、バーナンキがもう一つ理由として挙げたところの「中国やインド、それに当然ながら欧州の景気の悪さ」もあるだろう。しかし「それ以上の理由がある」というのが筆者の考え方だ。それは、今まで商業生産対象にならなかったオイルシェールの生産開始や、生産現場への3Dプリンターの導入事例の増加など、今の世界的な物価低下（商品相場の低迷を含め）の背景には「技術革新がある」というもの。だから私は今の低インフレは「transitory」ではないと考えている。

多分マーケットが一番「何か変だ」と考えたのには、この点もあったと思う。バーナンキは景気に強気で、債券購入プログラムを年内に縮小し、来年半ばには終了する可能性を指摘。これを受けて米銀の一部には「9月にも月間の債券購入額を600億ドルに縮小する」といった観測も流れている。しかしインフレ率を見れば、少なくとも今までの“景気”とは様相は同じではない。だとしたら、「バーナンキとFOMCの強気は何なのか?」「インフレ面でそれは立証されるのか」「加えて言えば、中国など海外の経済は大丈夫か」という疑問に繋がると思う。それはマーケットとしては何か不安になることでもある。

興味深いのは声明の最後を見ると、今のFOMCの政策に反対している人が二人になったという点だ。一人は4月のFOMCでも反対したEsther L. Georgeで、彼の考え方は変わらず「the continued high level of monetary accommodation increased the risks of future economic and financial imbalances and, over time, could cause an increase in long-term inflation expectations」というもの。

今回のFOMCで新たに反対に回ったのはJames Bullardで、彼の反対理由は「the Committee should signal more strongly its willingness to defend its inflation goal in light of recent low inflation readings」というもの。つまり低インフレにもっと注意を払うべきだ、という意見。「私個人としての今後の計画については、何も申し上げることはない」と再任云々の質問をかわしたバーナンキだが、FOMCの内部はなかなか理解が難しい経済の状況を反映して割れてきている。

《 higher U.S. interest rates ahead 》

一方で、FRBの強気の景気見通しにもっとも素直に反応したのがドルで、同通貨はその後もしっかりと推移している。先週の一つの特徴は、今まで堅調に推移していたユーロに久しぶりに軟化の兆しが見えたことだ。それはギリシャの危うい均衡に成り立つ連立政権が、国営放送局の閉鎖の関係から、小政党が離脱する形で危機に直面したことを切っ掛けにしている。ギリシャ情勢は、今後さらに懸念が広まるような状況になるのか不明だが、「ユーロ

相場の見直し」の切っ掛けにはなるかも知れない。

オーストラリア・ドルなどオセアニア通貨の弱さも目立っている。もっぱら中国への輸出が同国などの経済の堅調の背景だったから、今の中国の置かれている危うい状況（金融、輸出低迷、政情不安など）を見れば、オセアニア通貨が置かれた状況の厳しさは改めて言うまでもない。しかし見ていると、一段と下がるかということすらでもない状況だ。特に対円ではそうだ。その背景には円安がある。今週は今後の2通貨の行方を占う上で重要かも知れない。

その中国では当局が危ない橋を渡っている印象がする。胡錦濤時代の負の遺産を振り切りたいのかも知れないが、習近平の新しい政権は国民の批判を避ける目的が主な理由だろうが、「景気を冷やすこと」に熱心だ。党員や軍関係者に対する「ぜいたく禁止令」など。それが政治的に間違っていなくても、経済は深刻な打撃を受けるケースもある。かつシャドーバンキングの実体は当局でもはっきりと掴んでいない、と言われる。中国では規模の大きい集団殺人事件などが続発している。中国経済の動向も今週は気になる。

もう一つのポイントは、アメリカでの長期金利の上昇傾向だろう。この週末に読んだウォール・ストリート・ジャーナルには、以下のような記事があった。

「A fierce burst of selling in the bond market has sent borrowing costs for US homebuyers sharply higher, posing a risk to the rebound in America's housing market, which has underpinned the economic recovery.

Yields on benchmark US Treasuries, which move inversely to prices, on Friday jumped to a peak of 2.55 per cent, their highest level in almost two years, as investors bet that the Federal Reserve would soon begin to wind down its emergency bond-buying programme, "quantitative easing".

The average rate on a new 30-year fixed rate mortgage has jumped to 4.24 per cent, according to bankrate.com. The average 30-year fixed rate was 3.40 per cent as recently as early May. Wholesale mortgage rates rose by 15 basis points on Friday, an indicator that new loans could rise still further.」

金利の上昇は、今は好調な住宅に悪影響を与える。しかし一方で、長期金利のコントロールは日本でもアメリカでも難しい。

今週の主な予定は以下の通り。

06月24日（月曜日）

独6月Ifo企業景況感指数

日・EUのEPA締結に向けた交渉会合

06月25日（火曜日）

米5月耐久財受注

	米 4 月 S&P ケース・シラー住宅価格指数
	米 4 月 FHFA 住宅価格指数
	米 5 月一戸建て住宅販売
	米 6 月コンファレンスボード消費者信頼感指数
	米 2 年債入札
0 6 月 2 6 日（水曜日）	米 1～3 月期 GDP 確定値
	米 5 年債入札
0 6 月 2 7 日（木曜日）	独 6 月失業率
	米 5 月個人消費支出
	米新規失業保険申請件数
	米 7 年債入札
0 6 月 2 8 日（金曜日）	5 月全国・6 月都区部消費者物価
	5 月失業率・有効求人倍率
	5 月家計調査
	5 月鉱工業生産
	5 月商業販売統計
	5 月住宅着工
	米 6 月シカゴ購買部協会景気指数
	米 6 月ミシガン大学消費者態度指数改定値

自公が全員当選し、みんなと共産が躍進した都議選の結果を一言で表現すれば、政策云々よりも「政党らしい統率の取れた政党に支持が集まった」と言えるのではないか。それは、「信頼感の問題」でもある。実は、選挙前に東京が足場の FM 放送局で「今回の選挙は何が目玉で、何が政策の違いか」をコーナーで特集したことがあった。その結果は、「政策はそれほど大きな目玉ではない」という印象だった。だったらどうしてこの強烈な印象を残す結果（民主が第一党から第四党に転落したような）が出たのか。

もうそれは、「まとまりのある政党かどうか」「信頼が残る程度にトップの発言が安定しているかどうか」の判断だったと言える。そういう意味では、都民は維新を選びようもなかった、と思う。そもそも「二人代表」というのは、政党の体をなしていないとも考えられる。しかも、「俺が維新を作った」という自負のあるだろーオーナーが、とても国の政治を任せるとは信頼に値しないけんか腰の発言を繰り返す。内部もどう見ても東西分裂状態。

民主党も第 4 党への凋落には党内で衝撃が走っているのですが、政権を取っていた時の党内の「足の引っ張り合い」を見せられ、一番資金を出した人の寂しい退場を目撃した後では、「そもそも政策云々」の話ではなかったと思う。つまり国民の信頼が離散していたのだ。ということは、定数 127 のうち 82 議席（自民 59、公明 23）も取った今の連立政権は、「信頼に足る政党」であることを今後も続けることが求められる、ということだ。

今回惨敗した各党は、「信頼は一瞬にして消えるが、構築するには長い時間が必要」ということを嘔みしめざるを得ない事態が続くだろう。それは参議院選挙を超えた先でもそうだ。敵失を待つのも時間がかかるだろう。

筆者にとって都議選でもっとも印象深いのは、有権者は「何がその政党の本質か」を、短期的でパフォーマンス的な発言には見ていない」ということだ。これは全国の有権者にも言えることだが、有権者はその政党への判断を、「政党そのものの体質、トップへの信頼感に置いている」ということだ。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。懸念された雨もそうでもなく、「本格的に熱くなる前の、まだ過ごしやすい週末」という感じでした。まだ夏休みにも入らないし、道路は比較的空いていた。しかし考えてみたら6月も今週が最後。一年の半分は過ぎようとしている。やはり早いと感じます。

ところでこの週末もいろいろ街を歩きましたが、今日は改めて「街で普段に着るもののファッションセンスでは、日本の女性が世界で一番だな」と思いました。なにせランニングウェア一つをとっても、日本の女性のファッションセンスはなかなか鮮やかです。組み合わせがうまい。確か藤原先生だと思ったが日米の大学に留学してくる海外、特にアジアの女子学生に関して、「日本に来る子はドレスアップを学び、アメリカに来た子はドレスダウンを学ぶ」と仰ってました。なるほど、と。

アメリカやヨーロッパにもH&MやZARA、ユニクロなど、「しまむら」はないにしても似たような小売り店が一杯ある。だから同じようなものを着るチャンスは同等にあると思うが、やはり日本の女の子達の着るものは、「かわいい」というかやはり世界の中では一つ抜け出ていると思う。私もニューヨークに4年間住んでいましたが、アメリカの若い女子は普段着るものはどちらかと言えば、ジーパンに何かTシャツのようなもの、と決まっている。アメリカ人の旅行者の男性が、ほぼ例外なく短パンとTなどのシャツで判を押したようになっているのと同じです。

ランニングをしても、欧米系の女性がいますが、彼女らの着ているものと、日本の女性ランナーが着ているものを比べると、ファッション的には日本の女性のはるかに優れている。「それがどうした」と言われれば、「見ていて気持ちが良い」くらいしかないが、やはり違う。無論「街着」で優れていても、フォーマルではやはり欧米の背の高い女性のそれの方が似合う。フォルムが違うこともあるし、場慣れの度合いの問題もある。あとは立ち居振る舞いの問題。それに会話力かな。

あと安全の問題もあるかな。セントラルパークでは昔からランニングしていた女性が襲われて.... 的な話がある。だったら「地味な方が」と思うかも知れない。日本はそんなことはない。しかし街を歩いている女性が個性的な綺麗な格好をしているのはナイスです。日本の場合はちょっと年を召した女性のファッションがイマイチかな。日本では男が努力

がいると思う。

それでは皆さんには良い一週間をお過ごし下さい。

《 参考 》

先週の木曜日に出た FOMC 声明の全文は以下の通り。

Release Date: June 19, 2013

For immediate release

Information received since the Federal Open Market Committee met in May suggests that economic activity has been expanding at a moderate pace. Labor market conditions have shown further improvement in recent months, on balance, but the unemployment rate remains elevated. Household spending and business fixed investment advanced, and the housing sector has strengthened further, but fiscal policy is restraining economic growth. Partly reflecting transitory influences, inflation has been running below the Committee's longer-run objective, but longer-term inflation expectations have remained stable.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with appropriate policy accommodation, economic growth will proceed at a moderate pace and the unemployment rate will gradually decline toward levels the Committee judges consistent with its dual mandate. The Committee sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished since the fall. The Committee also anticipates that inflation over the medium term likely will run at or below its 2 percent objective.

To support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at the rate most consistent with its dual mandate, the Committee decided to continue purchasing additional agency mortgage-backed securities at a pace of \$40 billion per month and longer-term Treasury securities at a pace of \$45 billion per month. 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. Taken together, these actions should maintain downward pressure on longer-term interest rates, support mortgage markets, and help to make broader financial conditions more accommodative.

The Committee will closely monitor incoming information on economic and financial developments in coming months. The Committee will continue its purchases of Treasury and agency mortgage-backed securities, and employ its other policy tools as appropriate, until the outlook for the labor market has improved substantially in a context of price stability. The Committee is prepared to increase or reduce the pace of its purchases to maintain appropriate policy accommodation as the outlook for the labor market or inflation changes. In determining the size, pace, and composition of its asset purchases, the Committee will continue to take appropriate account of the likely efficacy and costs of such purchases as well as the extent of progress toward its economic objectives.

To support continued progress toward maximum employment and price stability, the Committee expects that a highly accommodative stance of monetary policy will remain appropriate for a considerable time after the asset purchase program ends and the economic recovery strengthens. In particular, the Committee decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and currently anticipates that this exceptionally low range for the federal funds rate will be appropriate at least as long as the unemployment rate remains above 6-1/2 percent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half percentage point above the Committee's 2 percent longer-run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored. In determining how long to maintain a highly accommodative stance of monetary policy, the Committee will also consider other information, including additional measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial developments. When the Committee decides to begin to remove policy accommodation, it will take a balanced approach consistent with its longer-run goals of maximum employment and inflation of 2 percent.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Charles L. Evans; Jerome H. Powell; Sarah Bloom Raskin; Eric S. Rosengren; Jeremy C. Stein; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen. Voting against the action was James Bullard, who believed that the Committee should signal more strongly its willingness to defend its inflation goal in light of recent low inflation readings, and Esther L. George, who was concerned that the continued high level of monetary accommodation increased the risks of future economic

and financial imbalances and, over time, could cause an increase in long-term inflation expectations.

《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。》