

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2188号

2013年11月25日(月曜日)

《 a possible change of monetary policy 》

先週は今後の米金融政策を占う上で、大きなうねりが明らかになった週でした。その「うねり」とは、今までアメリカの「超」金融緩和政策の代表選手のように言われてきた量的金融緩和(QE3 毎月850億ドルのFRBによる各種債券のマーケットでの購入)は早晚縮小されるものの、金利面でのアメリカのゼロ金利政策はむしろ強化され、その結果としてアメリカの「超」金融緩和は続く、というものです。多分FRBはそれをトライしたいのだと思う。

しかしそこには大きなハードルもある。それは、今の米金融政策が「ゼロ金利体系の上 QE3が乗っているという二階建ての緩和策」になっていることも良く理解していない人も多い中で、マーケットがそれをどの程度理解できるかだ。そこにはFRBとマーケット、さらには開発途上国の政策担当者とFRBとの難しいコミュニケーション問題も予想される。

それを複雑にしているのは、先週の米上院銀行委員会での承認などによって就任が確実になったイエレン次期FRB議長が、失業率などフォワード・ガイダンスの重要な目安をあまり頼りにしない、との方針を明らかにしていること。そこにマーケットなどとの大きなギャップが残るのなら、FRBはQE3の縮小先延ばしを余儀なくされる可能性がある。

バーナンキからイエレンへのバトンタッチが近づいているFRBの大きな政策方針の変更が見えてきたのは、先週公表されたFOMCの10月29～30日の会議議事録や、その他FRB首脳発言からでした。まず議事録ですが、公表直後にニューヨークの株価を下げる要因となったのは、以下の部分です。

「During this general discussion of policy strategy and tactics, participants reviewed issues specific to the Committee's asset purchase program. They generally expected that the data would prove consistent with the Committee's outlook for ongoing improvement in labor market conditions and would thus warrant trimming the pace of purchases in coming months.」

この部分を「一部委員は」との前提条件付きで報じた日本の新聞もあったが、それは間違っている。あくまで「They generally」が主語であり、「今後数ヶ月で月850億ドルの

債券購入のペースを落とす」ことには「総じての合意」があったことをこの議事録は示している。ニューヨークの株価がこの議事力公表直後に下げたのは間違っていない。しかしニューヨークの株はその後2日連続して合計160ドル近く上げ、16000ドルを大きく上回る史上最高値で先週を終えた。

その背景は、同じ議事録の中にあると思う。例えば、議事録ではFRBが新しい金融緩和策の検討を内部でしていることが分かる。

Participants also discussed a range of possible actions that could be considered if the Committee wished to signal its intention to keep short-term rates low or reinforce the forward guidance on the federal funds rate. For example, most participants thought that a reduction by the Board of Governors in the interest rate paid on excess reserves could be worth considering at some stage, although the benefits of such a step were generally seen as likely to be small except possibly as a signal of policy intentions.

過剰準備に対する利子の引き下げです。当然お金の一部は市中に出ていくので、「さらに金利が低くなる」という効果がある。結果は「QE3が縮小しても、アメリカの“超”金融緩和状態は続くと言うことだ。少なくともその意思は明確。「QE3の縮小くらいでは、アメリカの金融当局が強力な緩和策を採用し続けるのだ」と理解できる。もっともこれは“案”の一つであり、議事録自身が指摘しているようにその単独効果は小さい。

しかし確認するが、「trimming the pace of purchases in coming months」と予想しているFRBはQE3縮小の代わりに、バーナンキの言葉を借りれば、「それこそゼロ金利は相当しばらく続けるし」、それだけではなく一層のゼロ金利策の強化をしている、ということです。ここが重要です。つまり金融政策の量から質（金利）への重点の再移し替え。

《 communication problems 》

しかしバーナンキからイエレンへのバトンタッチが進むFRBが、この重要な政策変更をニューヨークの株式市場関係者だけではなく、開発途上国の政策担当者にまで浸透させることが出来るのはなかなか難しい。かつイエレン新議長になれば、雇用の専門家だけにバーナンキ時代にあったような「失業率6.5%でこれをやる」といったフォワード・ガイダンスの目安が希薄になる。

今朝の朝日新聞によれば、世界銀行のジム・ヨン・キム総裁は米QE3縮小に備え、「(新興国は)今こそやるべきことに取り組む時だ」と話し、海外からの直接投資の誘致など構造改革を進めるよう促したそう。しかし実際には「米が緩和を続ける限り、我々の国には資金が入ってくる」くらいに考えている政策担当者が多いのだろう。そして「我々の依存もあって、アメリカはQE3の縮小にはなかなか踏み込めない」と考えている兆候も見ら

れる。

しかし筆者は、大方の予想を裏切ってイエレンは自分に対する「ハト派」とのイメージを政策変更によって払拭する可能性があるとも考えている。イエレン次期 FRB 議長は、米上院民主党がフィリバスターの規則を「60 票」から「単純過半数=51 票」に変更する前に、FRB の”超”緩和政策批判の急先鋒だったボブ・コーカー上院議員 (Bob Corker, テネシー州選出共和党上院議員) から、「In the end, I do believe she has the qualifications necessary to be the Fed chairman and plan to support her nomination」というお墨付きの声明を得ている。

重要なのは、FRB の今の金融政策に反対なのに、なぜ彼が彼女を支持するに至ったかです。FT には、「Mr Corker said his conversations with Ms Yellen had persuaded him that she recognises the downside of Fed asset purchases and will be willing to end them in due course.」と書いた上で、さらに彼の言葉として「“She understands that monetary policy is a blunt object, that distortions are occurring, and that the affluent disproportionately benefit from easy money policies. During our discussions, she made a commitment to moderate purchases as soon as she believes the data supports that action and shows that the current status cannot continue. She believes, to a certain extent, that the Fed may have become a prisoner of its own policies.”」と書いてある。

つまり彼女は、非常に重要な共和党上院議員の支持を得るために、「データが正当化したら、時間を置かずに量的緩和の縮小に着手すると約束した」ということです。この上院議員が述べている興味深い点は、「the affluent disproportionately benefit from easy money policies」という点。彼女が持つ「とにかく成長を高めて雇用の改善を図らねばならない」という視点とは異なっている。

異なっているが、しかしイエレン FRB が QE3 の縮小と引き替えに金利面での「超”緩和政策の強化を検討している」との立場に立てば、彼女がコーカー上院議員に示した態度も理解できるし、QE3 縮小の可能性が高まったにも関わらず木曜日、金曜日のニューヨークの株式市場が大幅上昇したことも理解できる。

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|--------------|--------------------------|
| 11月25日 (月曜日) | 米 10 月仮契約住宅販売指数 |
| 11月26日 (火曜日) | 金融政策決定会合の議事要旨 |
| | 10 月企業向けサービス価格指数 |
| | 米 7~9 月期 GDP 改定値 |
| | 米 9 月・10 月住宅着工 |
| | 米 9 月 S&P ケース・シラー住宅価格指数 |
| | 米 11 月コンファレンスボード消費者信頼感指数 |

	米 9 月 FHFA 住宅市場指数
1 1 月 2 7 日 (水曜日)	米 10 月耐久財受注 米 10 月個人消費支出 米 11 月シカゴ購買部協会景気指数 米 11 月ミシガン大学消費者態度指数確定値
1 1 月 2 8 日 (木曜日)	11 月上旬貿易統計 10 月商業販売統計 10 月建設機械出荷額 休場=アメリカ(感謝祭)
1 1 月 2 9 日 (金曜日)	11 月都区部・10 月全国消費者物価 10 月失業率・有効求人倍率 10 月家計調査 10 月鉱工業生産 10 月自動車生産 10 月住宅着工 ユーロ圏 11 月消費者物価 ユーロ圏 10 月失業率 米感謝祭翌日で株・債券・商品市場は短縮取引 米ブラックフライデー

今週は米経済に関する指標がいっぱい出る。今週くらいでアメリカの経済指標のゆがみはほぼ出尽くすかも知れない。「実はそれほどゆがまなかった」というのが結論かも知れないが、米経済指標に強弱のばらつきがあることは確かであり、今週発表される一連の数字によって「米経済の在処」が明らかになる可能性がある。もっともマーケットが今後もっとも重視するのは来週の金曜日に発表される 1 1 月の雇用統計でしょうが。

世界的な株高現象の他には、先週のマーケットでの一つの注目は円安相場でしょうか。対豪ドルなどでは円安にはなっていないが、対ドルでは顕著だった。筆者がこの文章を書いている現状では、ドル・円は 1 0 1 円の前半でも 5 0 銭に近いところにある。米短期金は低いし、まだ下がる可能性があるが、長期金利は短期金利とは別の動きであること、日本の対外収支赤字がしっかりと定着して、ドル・円に下方硬直性があることなどが円安の大きな背景と考えるが妥当だと思う。つまりドル・円は下に堅くなってきており、今後その動きが続くと見られる。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。このところずっと良い天気が続いていて、気持ちの良い秋晴れ。しばらく続いて欲しいですね。やっと秋を感じる今年です。週末は所用もあって松山、今

治などを移動。念願だった「しまなみ海道自転車旅」のほんの入り口を楽しみました。来島海峡を今治サイドからあの高い橋に上って、近くの島までを移動。尾道まではちょっと無理ですね。7時間かかるらしいので。でもとっても良い天気でした。

「良い空気」といえば、今週末に読んだ海外の新聞に、上海や北京から「良い空気を求めてかなりの数の中国人が例えば雲南省の空気の綺麗なところに移住している」という記事がありました。そりゃそうでしょう。子供が肺がんで死ぬような酷い状況の中国の大都市の空気状況。中国では一方で今農民の都市への大移住が進んでいますが、「良い空気」を求めて中国の都会のインテリ層、資産家層の田舎への移動があっても不思議ではない。

「しまなみ海道」の上から見下ろす瀬戸内海も実に綺麗でした。「日本に生まれて良かった」と実感する時間でした。それでは皆様には良い一週間を。

《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。》