

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2206号

2014年04月07日(月曜日)

## 《 modest but durable 》

マーケットの視点から見ると、先週、特に後半は「今の市場での不思議」とも思えた現象のいくつかは理解できる形で解消されたことが特徴だったと言える。代表的なものは「ユーロ高」や「アメリカの株高」などですが、先週後半にいずれも修正された。ユーロ高の是正は今後の欧州金融政策を巡る ECB のドラギ総裁の方針表明などで進行し、ニューヨークの株高の修正は、特にハイテク株、SNS 関連株やバイオ株の高値修正が進むという形で展開した。最も両者の“修正”持続力はそれほど強くないとも考えられる。

先週一番注目された経済指標は米3月の雇用統計だった。「今回は強いだらう」という観測が強く、「非農業部門の就業者数は20万人+α」「失業率は6.6%への低下」という予想が多い中で、実際に出た数字は19万2000人、失業率は6.7%だった。非農業部門の就業者数は1,2月分が合計3万7000人上方修正されているので、「予想通り、それよりもやや強い数字」との見方も出来る。しかし「強い」という予想が大勢ただけに、やはり第一印象では「やや弱め」との印象も残る数字だった。

中味を見ると、「強さ」と「弱さ」が混在していることが分かる。雇用の伸びそのものは今回の回復期に入った米経済の月間平均の雇用の伸び数にピタリとあっている。つまり「平熱を回復した」と理解できる。雇用環境の改善で職を求める人が増えた中でも失業率は6.7%にとどまった。この事も、米経済の底堅さを感じる事が出来る。労働人口の増加がなければ米3月の失業率は6.5%に低下したとの観測もある。

しかしその一方で、弱い数字もある。例えば「ではどの分野で雇用が増えたのか」と見てみると、賃金の高い部門での雇用増はほとんどない。製造業での雇用は僅かながら減少し、レジャーとかレストラン、建設関係など。つまり賃金の低い、パートタイムの職が増えている。この面では今回の3月の雇用統計は手放しでは「冬が明けたら米経済は戻った」とはまだ言えない、米雇用環境には基本的な問題が残っている、と言える。つまりアメリカの過去の回復期に比べれば、雇用の伸びの勢いが今回は弱く、今になっても労働市場の slack (ゆるみ 後述) が残っている。その事が、今の回復局面を「雇用の最大化状態」(FRBのデュアルマンドートの一方)に持って行く難しさを物語っているとの見方もある。

実際に同統計が出た瞬間からその後しばらくのマーケットの動きなどは、「どちらに動いて良いか不明」という印象だったが、その後ドルは主に対円で下落した。対ユーロではドル

はあまり動かなかったので、円は対ユーロを含めて多くの国の通貨に最近の安値から反発した。ニューヨークの株価は寄り付きに大きく上昇し、ダウ工業株30種平均株価でもザラ場の史上最高値を大きく更新したが、その後はハイテク株、SNS 銘柄群やバイオ株を中心に下げに転じて一日を通じて下げ続け、159.84ドル安（約1%安）の16412.71ドルと160ドル近い下げで終わった。当然ながら Nasdaq の下げが大きい。

ニューヨーク市場におけるハイテク株やバイオ株の値動きはこのところ荒くなってきている。上げでも下げでもマーケット全体を先導することが多い。よって先週末のこの両部門の株価の下げが、ニューヨーク市場全体の「弱さ」だと理解することが出来るかどうかはまだ分からない。しかしダウで言えば新値更新を前に2回足踏みした事実は残るし、仮に新値を抜いたとして、「何がその後の株価を支えるのか」という問題は残る。米経済の強さ（そこまではアメリカ経済の強さはないとの見方もある）なのか、それとも企業の業績か。業績に関してはアメリカでは直ぐに決算発表の時期が来るのでいずれ明らかになるが、寒波の余波もあってそれほど楽観的なものではないとの見方が強い。

### 《 What the Federal Reserve Is Doing 》

先週私が興味を持ったのは「What the Federal Reserve Is Doing to Promote a Stronger Job Market」（より強い労働市場形成の為にFRBが行っていること）と題してFRBのイエレン議長がシカゴで行った講演だ。就任からほぼ2ヶ月。彼女がFRBの中にあっても労働問題の専門家であることは周知の事実だが、その彼女が「FRBの議長」として初めてこの問題に関する大枠の考え方を示したものだ。

これも周知の事実だが、FRBには「物価の安定と雇用の最大化」というデュアルマンドレートが課されている。アメリカの場合、今は「物価の安定」は確保されていると言える。ということはFRBが今抱える最大の問題が「雇用の最大化」にあることは明らか。その問題を彼女はFRBのトップとしてどう考えているのか。金融政策に関する考え方を体系的かつ素直に述べたものであって、今後の彼女に金融政策を考える上で、非常に私には興味深い講演だった。

むろん、この講演が注目される特殊事情もあった。彼女が議長を務めた最初のFOMC後の記者会見でついでに滑らせ、アメリカや日本の金融界やマスコミが大騒ぎした発言「QE3終了後6ヶ月ほどで金利引き上げの可能性がある」の真意をいぶかる人が多かったから、それを間接的に釈明する場と考えられもした。筆者は既に何回も述べているが「彼女の6ヶ月発言には意味はない」との見方だが、ある意味この見方が証明された形になった。

-----

私が講演で注目したポイントは二つだ。第一には、彼女が「Although we work through financial markets, our goal is to help Main Street, not Wall Street.」と言ったこと。ウォール街の対岸（ブルックリン）で生まれながら、一度としてウォール街で働いたことのない彼女にしか言えない。ある意味痛快な一言だ。その前の議長は何代に

も渡ってウォール街との関係が深かったから、この手の発言は無理だった。訳すと、「FRBの金融政策は金融市場を通じて米経済に働きかけるが、FRBの目標はあくまでメイン・ストリートを助けることにあって、ウォール街を助けるためではない」となる。新議長は、地道に働く人のサイドに立つと言っているに等しく、これは実際の金融政策立案でいろいろなところに影響してくると思われる。

第二に彼女が、まるでアメリカ大統領の一般教書演説を思わせるように、仕事を見付けることに苦労している人など3人の一般人の実名を挙げて登場させ、アメリカ人がいかに仕事や住宅ローンの返済で苦労しているかを紹介したことだ。これはアメリカでは政治家が行う手法であって、過去FRBの議長が進んでしたことではないと思う。ウォール街出身の過去のFRB議長は“失業”を語るときには“率”や“就業者数”などの数字で現状や目標を語ってきた。善し悪しの問題は別にして、彼女の金融政策には「人的ファクターが入る」という予感を持った。

彼女の発言にはまだ興味深いものがある。「**The recovery still feels like a recession to many Americans, and it also looks that way in some economic statistics.**」はその代表だ。これも一般庶民の感覚だ。「今のアメリカ経済は回復してはいるが、実は多くのアメリカ人にとって依然としてまるで“リセッションの最中”にいるような感覚があり、いくつかの経済統計も今がまだリセッションの最中のように見える」と言っている。

これはアメリカでまだ職を見付けられない人や不満足な仕事をしている人にとってみれば「今の実感」に違いない。株価の上昇とは全く関係ないところで働く人はアメリカも多い。日本でも「アベノミクスで経済は良くなった」と言われるが、「最真目に見ても過去の回復時とは感覚が違う。まだ不況が続いているような気がする」という実感が日本人の多くにはまだある。それと同じです。

#### 《 maximum sustainable employment is now... 》

政策面の議論で一番重要なのは、「**Most of my colleagues on the Federal Open Market Committee and I estimate that the unemployment rate consistent with maximum sustainable employment is now between 5.2 percent and 5.6 percent, well below the 6.7 percent rate in February.**」と述べた部分だ。バーナンキ時代のフォワード・ガイダンスでは、「米失業率が6.5%になったら、金利の引き上げ目安とする」となっていた。最近はずっと「失業率が6.5%を下回っても超緩和政策を続ける」指針が強調されてきたが、「では実際に米失業率が何%くらいで完全雇用状態が生ずるのか」は明らかにされていなかった。

彼女は敢えてこの問題に触れて、「持続可能な最大雇用状況」（完全雇用状態と言っても良い）を指し示すアメリカの失業率は5.2~5.6%だ」と述べた。以前コチャラコタFOMC委員が、フォワード・ガイダンスにおける失業率ターゲットを外すべきではなく

「5.5%に置くべきだ」と言っていたことと軌を一にする。アメリカの失業率がそこまで下がるにはまだ相当時間がかかる。

彼女は講演の最後に、「米労働市場には十分な **slack** がある」と強調した。**slack** とは言ってみれば「(ロープの) ゆるみ」である。労働市場に緩みがある限り、インフレの発生を懸念する必要がないということだ。つまり、“超”金融緩和策を続けることが出来ると言っている。

彼女は、「2009年の10%に対して米失業率は6.7%(2月)に下がり、この間に750万人が職に就いた」としながらも、「正規職を欲しながらパートタイムで働いている人が依然として多い」「多くの分野で労働賃金が上昇していない」など“**slack**”の存在を指摘して、これらの状況を打破するためには「アメリカ経済を強くしなければならない」「そのためには金融政策が果たすべき役割がある」と強調した。つまり、彼女の講演全体を鳥瞰すれば、QE3が終了してもアメリカの“超”金融緩和政策はかなりの時間続く、ということだ。

-----

今週の主な予定は以下の通り。

04月07日(月曜日)	日銀金融政策決定会合(～8) 3月末外貨準備高 2月景気動向指数 休場=中国、タイ
04月08日(火曜日)	米2月消費者信用残高 2月国際収支 3月上中旬貿易統計 3月対外・対内証券売買契約 3月企業倒産 3月景気ウォッチャー調査 2月携帯電話・PHS国内出荷 日銀金融政策決定会合の結果発表 黒田日銀総裁会見(15:30) 休場=インド
04月09日(水曜日)	金融経済月報 英イングランド銀金融政策委員会 米2月卸売売上高 米FOMCの議事要旨 休場=インドネシア(総選挙)
04月10日(木曜日)	2月機械受注 3月貸出・預金動向

04月11日（金曜日）

オーストラリア 3 月雇用統計  
3 月都心オフィス空室率  
3 月中古車販売  
中国 3 月貿易統計  
英イングランド銀金融政策委員会  
米新規失業保険申請件数  
米 3 月輸出入物価指数  
米 3 月財政収支  
米 3 月主要小売業売上高  
3 月企業物価  
3 月マネーストック  
中国 3 月消費者物価・卸売物価  
インド 2 月鉱工業生産  
米 3 月卸売物価  
米 4 月ミシガン大学消費者態度指数速報値  
G20 財務相・中央銀行総裁会議（ワシントン）

先週取り上げた欧州の物価情勢に関しては、ECB の討議でも大きな議論になったようです。理事会後の記者会見でドラギ総裁が自ら明らかにした。政策そのものの変更はなかったものの、一連の議論の中で以下のような「景気刺激・物価押し上げの措置」が検討されたようです。

1. 利下げ
2. 銀行に企業向け融資を促す「マイナス金利」
3. 量的金融緩和（QE3）
4. 好条件での潤沢な資金供給

ECB がこのうちのどの政策を近い将来に打ち出すかに関しては推測の域内を出ないし、実際に打ち出される政策はその修正タイプだったり、組み合わせだったりするかも知れない。マーケットの予想の裏をかくことがうまいドラギ総裁だから、素直には受け取れない面はある。しかし欧州の物価情勢が「デフレが懸念される状態」になりつつあることは確かだ。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日は良い天気でしたが、日曜日は寒い荒れた天候でした。私は日曜日は赤城山に近いところに居ました、夕方はまるで吹雪でした。都内の桜（染井吉野）はもうかなり葉桜の様相ですが、通りかかった都内の桜の名所、例えば千鳥ヶ淵や靖国神社

の周辺などは、特に土曜日は凄い人出でした。ただし清水谷公園通りなどを見ても、これからは八重桜が満開時期を迎える。まだまだ楽しめそう。

-----

それにしても先週の年度末は大忙しだったですね。通常の年度末に加えて消費税引き上げがあったため、いつもとは違う現象が見られた。年度末でしたが、たまたま宅配便で我が家にモノが届いた時があったので、「こちらから出したいモノがあるんですが....」と言ったら、その配達の人が、「この荷物はたまたま着きましたが、今いつも通りにモノが着く予定が立ちませんが....」といったのには、「そうか」と思いました。

聞くと3月末から数日間、この宅配の人が働いている会社はパニック状態で、物流が著しく乱れていたとのこと。重なってしまいましたからね。で私は「じゃ、急がないモノだから、数日後に出すね....」と。4月に入っても2~3日はタイトな物流状態が続いたらしい。今週からは完全通常に戻ったのではないのでしょうか。

また3月31日にたまたま所用があってデパートに行ったら、月曜日とも思えない人出。というか土曜日並だった。「土日で済んだんじゃないのかな....」「これもやはり消費税のせいか」と思って、店員の人と話したら、「分かり易いんですよ.....。もうこの数日間は嬉しいことですが、てんてこ舞いです...」と。一種のお祭り状態でした。「何か買わないと.....」という。

その後も注意して街の動きを見ているのですが、総じてヒト、モノとも動いているように見える。今朝の日経によれば、「デパートの高額品は落ちている」「しかし家電量販店は健闘、遊園地やテーマパークは好調」と出ている。新年度が始まったばかりと言うこともあるのですが、レストランは総じて混んでいる。97年の場合はその後の世界や日本の経済情勢がひどかったから、「今回はちょっと違うかも」とも思っています。97年に引き上げの時には、デパートの売り上げなどは当初14%も減少した。日銀もじっと見守っているはずです。

それでは皆さんには良い一週間を。

《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。》