

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2216号

2014年06月23日（月曜日）

## 《 new normal 》

週末に読んだ記事の中で、「この単語が今のマーケットを考える上で一つのキーワードかもしれない」と考えた言葉がある。それは「new normal」。「新しい標準」とも「新しい通常」とも訳せるもので、誰の発言の中に出てくるかという英紙（Yorkshire Post）とのインタビューに応じたイングランド銀行の新しいチーフ・エコノミスト、Andrew Haldane の言葉。

先週取り上げたが、同国経済の力強い成長プロセス回復の中で、同国中銀は年内にも現在史上最低になっている0.5%の政策金利引き上げを見込んでいる。しかし Andrew Haldane 氏は中期的な同国金利の先行きに関して「Britons shouldn't expect borrowing costs to rise to the levels that prevailed before the global financial crisis, and instead should accustom themselves to a "new normal" for the Bank of England's benchmark interest rate of between 2% and 3%」と述べた。

ではリーマン・ショック以前のイギリスの金利水準はどこだったのかと言えば、「Between 1997, when the current framework for setting rates was established, and 2007, the benchmark rate ranged between a low of 3.5% and a high of 7.5%。」という同紙記事にある通り、1997年から2007年までは「3.5%~7.5%」。しかし利上げが始まってそこまではイギリスの金利が上昇することはなく、「新しい通常」の経済の中では（現在の0.5%から）せいぜい2%~3%への上昇にとどまる」と予想した。新任の彼が試みたのは、言ってみれば一種の「フォワード・ガイダンス」だと言える。「力強い成長」という単語が聞こえただけで家計やビジネスは過去の記憶の中で、その記憶に相応しい「（過去の）金利水準」を直ぐに頭に浮かべる。イギリスの場合は具体的には「3.5%~7.5%」かもしれない。

「しかしそうはならないよ」と彼は改めて家計や企業を説得し、次のように述べている。「"I understand the sense of trepidation around that, interest rates prospectively on the rise, but this will only happen when we are really confident that the economy can take it," Mr. Haldane said. "Right now, there aren't signs of strong inflationary pressures, there aren't any signs of strong wage pressures, which is why we are in no rush and when the rate rises eventually come they can afford to be gradual."」この中の「trepidation」とは「恐れ」「おののき」という意味で、それは確かにイギリスのみならず、過去の記憶を引きずる世界中の家計、投資家、企業の中にある。しかし彼は「（経

済の成長が強くて)強いインフレ圧力はないし、賃金上昇圧力もない」と理由を挙げて「金利上昇が将来あるにしても、中央銀行は急ぐ必要はないし、金利はいずれ上がるが、それはゆっくりしたものになる」と保証しているのである。

-----  
彼の発言を読みながら、「このイングランド銀行の新任チーフ・エコノミストがトライしているのは、実は世界中の中銀関係者が行っていること。その象徴」と考えた。国によっていろいろ理由はある。アメリカでは「雇用は増えているが、その質が問題」といった指摘もある。しかし要するに中銀関係者が市場に与えようとしている安心感は、「金融緩和の手を緩めるにしても、その後金融を引き締めるにしても、いずれにせよそのペースは緩慢ですよ。金利は上げるにしてもゆっくりしか上がりませんよ」というものだ、と。先週 FOMC を開いて量的金融緩和量の月間 350 億ドルへの 100 億ドル縮小を決めた FRB にしろ、マーケットに与えたかった最大のメッセージはこの「new normal」だったような気がする。

「新しい通常」を強調する中でも、中央銀行サイドはさらに慎重にマーケットに対処し、「過剰反応の発生」を抑えようとしているように見える。例えばアメリカでは「出口戦略」に関して「量的緩和で購入した債券の再投資継続」をシグナルとして出し始めた。これまでは、「再投資の中止」がマーケットへの大きな「引き締めシグナル」になると考えられていたが、それを前もって「当面ない」とすることで、マーケットに安心感を与えようとしているのだ。

「Fed officials generally argue that the effect of bond buying on the economy is determined by the Fed's total holdings, not its monthly purchases. In this view, reinvestment would preserve the effect of the stimulus campaign.」(ウォール・ストリート・ジャーナル) という考え方に立てば、月々の購入額の減額よりはマーケットには「Fed's total holdings」が減らないことを注目して欲しいのでしょう。債券相場や株式相場の予想外の崩れを防ぎたいという意図を見ることが出来る。

### 《 up or down less than 1% 》

その意味では今の両市場のプライス・パフォーマンスは、まずは理想的なものかも知れない。むしろ、債券の方がやや売られ気味だ。例えばアメリカを考えると、指標 10 年債の利回りは先週多少上がって 2.6% の近辺。しかし一時の 3% 近辺からは大幅に低い。しかし株価は買われ気味だ。ニューヨークの株価は先週またまた上がった。上げ幅が小幅だったのでファンファーレは鳴らなかったが、いくつかの指標が史上最高値を更新した。それは報じるウォール・ストリート・ジャーナルの記事は「U.S. stocks rose Friday, as continued optimism around central-bank accommodation pushed the Dow industrials and the S&P 500 to record closes. The Dow Jones Industrial Average rose 25.62 points, or 0.2%, to 16947.08, topping its previous record of 16945.92 hit on June 10. The S&P 500 index added 3.39 points, or 0.2%, to 1962.87, a record close.」となっている。

今まで筆者は「不思議な静寂」という単語を使ってきたが、中銀サイドが繰り返し発しているある種「フォワード・ガイダンス」が意味するところは、「それは不思議じゃないですよ」ということかもしれない。オセアニア諸国など一部の国を除けば、先進国の大部分がそういう状態、つまり懸念すべきようなインフレの無存在の状態にある。そのことによって、なぜ今の世界の為替市場が「欠伸が出るほど退屈なのか」は理解できる。為替相場を動かす一つの大きな要因である各国の金利水準が、「new normal」の中で「総じて同じような低いレベル」で収斂しているし、今後も大きくお互いが乖離する兆しはない。中銀がそれを注意深く消しているからだ、と考えることが出来る。

これに関する先週の記事で面白かったのは、「Friday marked the 45th straight day the S&P 500 closed up or down less than 1%, the longest stretch since 1995.」とあったことだ。これじゃファンファーレのならしようがない。金曜日のニューヨークのダウの上昇幅は+25.62で0.15%のアップ（引値は16947.08ドル）、S&P 500は+3.39で0.17%高、引けは1962.87。ついでに書くとNasdaqは引けが4368.04で+8.71、0.20%高。株価の「静かなる上昇」は、よく考えてみれば中銀の間接的な支持を得ているようにも見える。それは黒田さんの発言にも、イエレンの発言にも見て取れる。

-----  
こうした情勢の中でマーケットを揺さぶりかねないのは「地政学的リスク」だが、それらは「膿んだ状態の継続」の域を出ることなく、相場を動かすには至っていない。今の世界で二大「地政学的リスク」として常在するのはウクライナ東部情勢とイラク情勢だが、その二つとも言うて見れば「“世界”という大きな体の中でちょっと膿んだ部分二カ所」という感じ。そう書くこと自体がFOMC直後のイエレン記者会見で記者の口から出た「慢心」なのかもしれない。それには気をつける必要がある。しかし世界中の中銀から聞こえてくるメッセージは、まだ「慢心に真正面から警告」ということではない。

「二つの地政学的リスク」は引き続き膿んでいる状態で、解決に向かっているとは思えない。しかし「動き」は見える。ウクライナではポロシェンコ新大統領が、期間限定の「東部での一方的停戦」を発表した。東部の親ロシア派は「拒否」の姿勢。しかし、今までのような内戦状態からは少し事態が動く可能性がある。一方イラクではシーア派の最高指導者シスタニ師が名指しを避けながら、「新しい政府の必要性」に言及した。これは明らかにマリキ政権に対する「退陣要求」に見える。ということは、「イラクのシーア派指導者とアメリカとの連携」という興味深いラインが出来たことになる。

アメリカもオバマ政権内から、「マリキ退陣論」が噴出していることはよく知られている。アメリカ撤退の折に、「“国民”政府を作って欲しい。シーア派に偏った政権はダメだ」とマリキに言い残したのに、「それを無視した」というのがアメリカの見方。その結果ISISがイラクのスニ派地域に勢力を伸ばす切っ掛けを与え、それ故に今イラクは国家崩壊の危機にあるとの見方だ。実際にイラクは北のクルド、中部のスニ、南のシーアと三つに分裂している状態。誰が次のイラクの政権を担うのかと言う問題は、未解決だ。シスタニ師は

「national government」と言っている。それはスンニ派への配慮、クルドへの配慮を忘れない多数派シーア派指導者の政府」ということでしょうか、そんな人物がいて、それでうまく政府を動かせるのか、それは誰にも分からない。

-----  
今週の主な予定は以下の通り。

06月23日（月曜日）	HSBC の中国製造業 PMI 速報値 5月電力需要実績 5月全国スーパー売上高 黒田日銀総裁講演 仏6月 PMI 速報値 独6月 PMI 速報値 ユーロ圏6月 PMI 速報値 米6月製造業 PMI 速報値 米5月中古住宅販売
06月24日（火曜日）	独6月 Ifo 企業景況感指数 米4月 S&P ケース・シラー住宅価格指数 米4月 FHFA 住宅市場指数 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
06月25日（水曜日）	5月企業向けサービス価格指数 5月外食売上高 米5月耐久財受注 米1~3月期 GDP 確定値
06月26日（木曜日）	米新規失業保険申請件数 米5月個人消費支出 EU 首脳会議
06月27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 6月上旬貿易統計 5月商業販売統計 中国1~5月工業企業利益 独6月消費者物価 米6月ミシガン大学消費者態度指数確定値 株主総会の開催集中日

## 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。梅雨空が戻ってきた印象がする週末でした。その前が「梅雨」の名にふさわしくなく明るい天候続きでしたから。相変わらず各地で強い雨が時々降っている。一昔前と違って、日本の梅雨時には時々集中豪雨というのが「new normal」となったのかもしれない。

-----  
ワールドカップはやっぱり面白い。過去一週間でもっとも美しかったシュートはやはりメッシの対イラン戦での終了間際のそれでしょう。眠い目を擦りながら日曜日の早朝（土曜日の深夜？）に起きたらあのシュートで、「起きて良かった」と思いました。もうイングランドとスペインの「アウト」が決まっている。残念な気もするが、世界のサッカーシーンに新しい勢力が出てくるのは良いことだとも思う。

それにしても、サッカーの不思議と魅力は「死の D 組」のこれまでの展開が端的に示しているように思う。なにせ国の大きさや経済力、それに国民の所得レベルもサッカーの試合結果には全く関係ない。同組は「イングランド、イタリア、ウルグアイ、コスタリカ」。コスタリカ以外は過去においてワールドカップでの優勝経験がある。今も強い。その中で、「勝ち点供給国かも」と目されたのがコスタリカ。人口480万人、国土の広さは四国と九州を合わせた程度。国民一人当たり GDP は日本の約四分の一の1万ドルちょっと。FIFA ランキングは28位（2014年6月5日現在 以下同）。6月初めの日本との強化試合では1-3で日本に負けている。

しかしそのコスタリカがウルグアイ（7位）を撃破し、次にイタリア（9位）を撃破、一次リーグを真っ先に突破。残る枠は一つで、それをイタリアとウルグアイが24日の直接対決で奪い合う。最新の FIFA ランキングを上からずらっと見ていて気がつくのは、国の大きさ（人口）は全くランキングに関係ないということだ。才能ある人間が人口に対して一定数出てくると考えることは全く出来ない。中国は103位、インドに至っては154位だ。豊かさも関係ない。ランキングの上位に顔を出す南米の国々は揃って世界の国の中では豊かな部類には入らない。

もともとサッカーは貴族社会であるイギリスで「下のクラスの人々のスポーツ」として発展したと言われる。ボール一つあればどこでも始められる。小さな街角でも空き地でも。実際に世界中の多くの子供達はそうしてサッカーを覚える。スポーツとしてのサッカーの最大の特徴は「手の使用が極端に制限される」ということだ。キーパー以外に手を使ったらそれはペナルティーだ。そんなスポーツは他にない。足しか使えないから、まどろっこしくて、基本的には点数はあまり入らない。だから入ると喜びが爆発する。その「爆発」が人々を惹きつける。サッカー選手は世界の多くの若者にとっての究極の夢だ。富と名声への最短距離に見えるし、実際にそうだ。世界中でタレントに巨額のお金を払えるシステムが完成している。

国の大きさ、豊かさが関係ないとしたら、ゲームを勝ち抜く最後の要因は何だろうか。見

ていて思うのは、才能やテクニックはある程度当然の前提として、結局は選手一人一人の“試合その時”の「勝ちたいという気持ち」「闘争心」と、それを束ねる監督の戦略だと思う。初戦（対コートジボワール）に負け、次戦（対ギリシャ）を引き分けで終わった日本。選手達が口々に言っていた「世界に日本のサッカーを示す」は全く出来ていない。「勝つ」という気持ちが少なかったのではないか。勝てないサッカーは誰からも認めて貰えない。まず「勝つ」ことだ。一次リーグ突破の可能性は僅かしに残っていない。コロンビア（既に2勝）戦での勝利が絶対的条件だ。

勝てるだろうか。日本の選手達が“勝つのだ”という闘争心を二倍くらいにすればチャンスが出てくる、と思う。

《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。》