

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2228号

2014年09月22日（月曜日）

《 global economy is uneven and remains below... 》

今週は火曜日に日本の市場がお休みになるという変則週ですが、マーケットはかなり動く可能性が高い。それは先週一週間の動きが素早くそして大きかっただけに、それへの評価を巡ってマーケットの見方と思惑が対立しそうだからだ。筆者は株、為替とも“調整”の局面があると思うが、それがディープになるかどうかは分からない。いずれにせよ相場観が入り交じって神経質な展開だろう。

先週は17日終了のFOMC、18日のスコットランド住民による「独立の是非を巡る投票」など不確定要素を含んだ材料が山積みだったが、それらの不安をむしろ乗り越えようとするかのように世界の株価は堅調に、そしてアメリカの通貨ドルが強く動いた週だった。円は一時109円の半ばに接近した。

どちらも事前に、「多分こうなる」という観測や予測が流れたことが大きい。FOMC に関しては、「for a considerable time という文言は残る」という事前のウォール・ストリート・ジャーナル著名記者の予想があり、またスコットランドの独立問題に関しては投票が接近するにつれてマスコミの「too close to call」観測とは対照的に、関係者の間では「残留」との見方が強まっていたと思われる。また開票の初期の段階から「残留」の兆候が強く出ていた。

ではなぜ両方の材料がまるでターボエンジンのように株価とドルを押し上げたのかに関しては、「指標にややばらつきがあっても、アメリカ経済はしっかりしている」との見方が根底にあり、その一方で「世界的な金余りは続く」との見方も強まったためだと思う。この二つは一見矛盾するかのように見える。アメリカ経済が強ければ普通は「世界の金融は締まる」と思えるが、今回は「ヨーロッパや、場合によっては日本の金融緩和はさらに進む」との見方に立てる。となれば「買えるものは限られている」中で、マーケットが「株とドルは買い」と読んだとしても当然かもしれない。

問題はその持続性だ。週末の先進20カ国財務相・中央銀行総裁会議（G20）が「growth in the global economy is uneven and remains below the pace required to adequately generate much needed jobs」と言っていて、それには妥当性があると思える中で、今のマーケットは「楽観的になりたい気持ち」が強すぎるような気がする。株とドルの両方について。ニューヨークの株ではダウやSPがともに史上最高値を更新し、週末の引値も最高値かそれに近いところにある。またドルは特に対円での上げが激しかった。

G20 声明が「uneven」と書いた世界経済シーンの中で、アメリカ経済が「成長の強さ」という点で突出していることは確かだ。後述するが、先週開かれた FOMC の声明を見ても、出た反対意見はともに「アメリカ経済は強い」という見方に基づいて主流派の見解に対して異議を唱えている。先週の特徴は今まで「強い」と言われる中でも米金利が下がっていたのが、今回は指標 10 年債の利回りを見ても上昇したこと。これがドル高を演出していた。そういう意味では、たとえ調整があってもドルの底意は強いと言える。ただし株については、ニューヨークについても日本についても上げのピッチがやや速いような気がする。

《 for a considerable time 》

日本時間の木曜日の早朝に出た FOMC 声明は、関心事項が絞られていただけに、読み方は易しかった。筆者が最初にしたことは、FOMC 声明のページを開いて検索の欄に「for a ……」と入れてみることでした。「for a considerable time after……」との表記があった段階で、ウォール・ストリート・ジャーナルの言う通り「変えなかったんだ」と。そして次は反対者の存在を示す最後のパラに目を通した。長いので二人反対が出たと直ぐに分かった。

最後のパラを読む前に読んだ第一パラの要点は、「景気に対する見方を”弱気”に修正した」ということです。前回の声明ではインフレに関して「Inflation has moved somewhat closer to the Committee's longer-run objective」となっていた部分は、今回の声明では「Inflation has been running below the Committee's longer-run objective」となった。二つの文章を比べれば、前回の方がインフレ見通しに強気だったことが分かる。景気に対する判断も下向きになった。前回は「growth in economic activity rebounded in the second quarter」と完了形になっていたのに、今回は「economic activity is expanding at a moderate pace」と現在進行形に戻した。見方が強いのは前回の方である。しかしこれは、「アメリカ経済が基本的に強い」という状況に FOMC が異議を唱えたと言うことではない。「どの程度強いのか」に関する FOMC の認識の修正にとどまる。

次に目をやったのは「賛成・反対」が表記される最後のパラですが、前回 FOMC では Charles I. Plosser 一人だった反対者が、9月の FOMC では Richard W. Fisher and Charles I. Plosser の二人になっている。二人の反対理由は異なっていて、声明文通りに指摘すると「President Fisher believed that the continued strengthening of the real economy, improved outlook for labor utilization and for general price stability, and continued signs of financial market excess, will likely warrant an earlier reduction in monetary accommodation than is suggested by the Committee's stated forward guidance. President Plosser objected to the guidance indicating that it likely will be appropriate to maintain the current target range for the federal funds rate for "a considerable time after the asset purchase program ends," because such language is time dependent and does not reflect the considerable economic progress that has been made toward the

Committee's goals]。

となる。Plosser の声明に対する反対理由は前回と全く同じであり、つまり「for a considerable time」の文言は時間軸的思考の結果であり、この間の経済活動が示した進展を反映していない、というもの。対して Richard W. Fisher の反対理由はより強烈、かつ直接的に見える。翻訳すると、「実体経済の継続的改善 (strengthening)、労働力利用率と一般物価安定に関する見直し改善、金融市場に依然として行き過ぎ (excess) の兆候があることの三つは、FOMC が公表しているガイダンスより早期に金融緩和策を縮小することを正当化しているように思える」としている。

これは、7月のFOMC以上に今回のFOMCが紛糾したことを示している。景気認識をどうするのか、それに基づいてQE3を解消した後どのくらい早期に非伝統的な金融政策(金利部分)からの出口戦略(exit strategy)を立案するのかについて。今のFOMCは欠員が生じていて人数が少ない。多数決が原則のFOMCは、このままいったら「for a considerable time」を含めてあまり時間を置かずに表記の変更にも迫られる可能性が高い。ドルを買っている向きはその辺を読んでいるのだと思う。つまり「利上げ時期は早い」という判断が出来るということだ。

FOMCが決めた具体的措置は、資産買い入れ額をまた100億ドル落として、「agency mortgage-backed securities at a pace of \$5 billion per month」と「longer-term Treasury securities at a pace of \$10 billion per month」と、それぞれ前回より50億ドルの減額。残る150億ドルを10月には終了の予定、としている。声明発表後の記者会見では、イエレン議長は「労働市場はまだ完全には回復していない」と主張していたが、声明は彼女のこの見方に対してFOMC内でそれを疑問視する立場の人、反対の意思を固めた人が増えていることを意味していた。反対者として名を残さなくても、討議の場で彼女の立場に疑問を呈した委員はもっと多かったに違いない。

《 big victory for “ NO ” 》

ただし当面は別にして、FOMCが発表した9月の最新長期経済見通しは「米経済強気論」に水を差すものだ。ウォール・ストリート・ジャーナルは「As the Fed moves toward rising rates, its expectations about the economy's longer-run prospects are also becoming a bit more dour. In updated growth forecasts, the Fed said it expected the economy to grow at a pace between 2% and 2.2% in 2014, between 2.6% and 3% in 2015, between 2.6% and 2.9% in 2016 and between 2.3% and 2.5% in 2017」と指摘し、同紙はさらに「The projections through 2016 were all marked down from June」と書いた。つまり2016年までの見通しはすべて6月時点より全て引き下げたということだ。

同紙はさらに「the growth projection for 2017 showed officials have become less convinced the economy can sustain the kind of 3% growth rates that were familiar to the U.S. economy in the past.」と伝えている。つまりアメリカ経済でも「(昔慣れ親し

んだような) 3%成長の維持は無理。出来て2%台」と見ていることだと思う。

スコットランドの独立を巡る住民投票については、騒いだ割には差し引き10%近い支持率の差が生じ、「独立反対派の勝利」と明確なメッセージが出た。振り返ってみると、独立賛成派はまるでお祭り騒ぎのような雰囲気を作りながら声高に”独立”を叫び、その夢を語った。そしてそれがマスコミに乗り世界に拡散した。対してそれに反対していた人々は、どちらかと言えば「粛々と反対票を投じた」という印象もする。

この結果に最もがっかりしているのは、第一には「独立」を目指してスコットランドで独立運動を展開した人々でしょうが、その次にはスペインのカタルーニャの人々ではないだろうか。スペイン政府はそもそも”住民投票”を認めていないが。それでも「独立」を望む人々はスコットランドの結果に希望を見いだそうとしていた。

これだけ明確な結果が出ると、「今までの騒ぎは何だったんだ」とも思う。出た結論は私がスコットランドの人々に対して描く気質に近い。私のそれは「意外と保守的」というものだ。不確定要素は投票が16才から認められたことだったが、若者はあまり票を動かさなかった気がする。若者の間でも票が割れたのではないかと思う。

もっとも後遺症は残ると思う。家族の中でも投票先が割れたケースが多いそうなので、「なにもなかった」状態に戻れない家族もあると思うし、職場もあると思う。感情のしこりも残りそう。今後のイギリス政府の対応も重要だ。「そらみたことか」といった態度は、将来の為にならない。それをしたら、将来の本当の独立の種を蒔くものだ。世界に対しても、「トライするところまで行った」という事実をスコットランドの独立賛成派の人々は示した。

今週の予定は以下の通り。

09月22日(月曜日)	8月食品スーパー売上高 8月スーパー・コンビニ売上高 米8月中古住宅販売
09月23日(火曜日)	HSBCの9月中国製造業PMI速報値 8月シンガポール消費者物価 仏9月PMI指数 独9月PMI指数 ユーロ圏9月PMI指数 米7月FHFA住宅市場指数 米9月製造業PMI速報値 国連の気候変動に関する首脳級会合(NY)
09月24日(水曜日)	ニュージーランド8月貿易収支 8月白物家電国内出荷実績

	8月パソコン国内出荷実績
	独9月 Ifo 企業景況感指数
	米8月一戸建て住宅販売
09月25日(木曜日)	8月企業向けサービス価格指数
	8月外食売上高
	8月民生用電子機器国内出荷実績
	米新規失業保険申請件数
	米8月耐久財受注
09月26日(金曜日)	8月全国・9月都区部消費者物価
	8月シンガポール鉱工業生産
	米4~6月期GDP確定値
	米9月ミシガン大学消費者態度指数確報値

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。だいぶ涼しくなりました。土曜日はゴルフだったのですが、半袖で通している人が半数、もう一枚中か外に着ている人が半数といった状況でした。これからは少しずつ寒くなるのでしょうか。この週末には郵便物の中に2015年のカレンダーが入っていて、ちょっと笑えました。

立川国際カントリーでのゴルフの帰りですが、ナビを見たら中央道が凄く混んでいる。で、まだ通っていない圏央道の新設部分を走って海老名に出て、それから東京に戻ってみようと試しました。良い道になっている。そして案外早い。中央道経由で調べた時間とあまり変わらない時間で都内の自宅に着いた。もし東名が空いているなら中央道で渋滞にはまっていたより「このルートもありだな」と思いました。

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。》