

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2235号

2014年11月10日（月曜日）

《 no comment from U.S.A 》

日銀の正式名称を借りるなら『「量的・質的金融緩和」の拡大』発表から営業日ベースで約一週間。それを受けた今週の5日間のマーケットのメインテーマは、依然としてこの措置の持続性・妥当性をどう考えるのか、という点でしょう。「米10月小売売上高」や一連の中国関連の指標発表はあるものの、今週は先週の米雇用統計（後述）ほど重要な経済統計は予定としてない、という背景もある。先週筆者は

1. 円安はどこまで進むのか、と同時に「どこまで許されるのか」？
2. 流動性の潤沢な供給を頼りにした世界的な株高はどこまで進むのか、実態経済がそれに付いてこられるのか？

という二つの問題意識を最初に提示しました。「1」に関連して私がこの一週間注目していたのは、「特にアメリカの当局者から急速に進む円安（一時115円台）に対しての発言がないかどうか」でした。政権（具体的にはルー財務長官）からの発言は私がこの文章を書いている時点でもない。彼から「ある通貨の急速な下落」や「通貨安競争への警告」が出れば、円相場は大きな水準訂正を余儀なくされる。それは為替市場の過去を見れば明らかです。マーケット関係者全員が「許容範囲」を模索している段階ですから、出ればインパクトは大きくなる。

想起すれば、前回アメリカ・サイドからの発信でドル・円相場が大きく下に調整したのはFOMCの議事録だった。それは「ドル高がアメリカのインフレ率の引き下げに寄与している」ことが懸念の材料だというものだった。アメリカの通貨政策に主に責任があるのは財務省であり、そのトップはルー財務長官です。「FOMCの場でそんな議論もあった」的な報道がドル相場の水準を大きく動かすのは、少し冷静になればおかしい。しかしそれほどマーケットは当時神経質だった、ということです。しかしそれは今もそうでしょう。

もしかしたら、ドルに関するアメリカの姿勢は以前より懐深いものになっている可能性がある。なぜならアメリカが世界最大の産油国に戻る中で、貿易収支の改善が進んでいるからだし、原油まで輸出に回す事を検討しているからだ。これは大きな環境変化でしょう。アメリカがドル安を欲しいときには、要するに「輸出が欲しい」時だった。一方で「ウォール街の活況が欲しい」時には、アメリカはドル高をむしろ歓迎し、放置した。共和党政権下のアメリカでそれが多し。今は政権が民主、そして中間選挙を受けた議会の勢力図は上下両院とも共和という図式になった。

そういう意味では少なくとも今後2年間（2016年からも次の大統領が民主のヒラリー、議会は依然として上下を共和党が支配の可能性があるので“少なくとも”です）は、アメリカの通貨政策は読み切れないところがある。しかし依然として米財務省の市場介入（時には市場容喙も）や通貨安誘導国に対する視線は鋭い。今は韓国や中国がその対象ですが、ドル・円相場の動きに目を凝らしていることは間違いないでしょう。115円、さらには120円と進む中では、アメリカの自動車業界当たりからまたぞろ「円安批判」が出てもおかしくない状況ではある。その意味では円安は静かに進むことがその持続性に繋がるのだが、マーケットにそんな芸当が出来るわけもない。

《 do everything to achieve targets 》

一方で考えなければならないのは、「黒田総裁が率いる日銀」の“決意”の問題です。それを考える上で興味深いのは、ドル・円相場が一時115円の水準を越えて進む一つの材料になったと思われる『2%の「物価安定の目標」の実現を確かなものに』とする「きさらぎ会」における黒田日銀総裁の講演です。講演のほとんどは退屈なものです。追加緩和を発表した時の数字や、その後の記者会見において表明した景況感を中心に構成されている。しかしその中で一つだけ目を引く表現がある。以下の文章です。

『本日、ご説明したように、「量的・質的金融緩和」のもとでデフレマインドの転換は着実に進んできています。今、この歩みを止めてはなりません。デフレという慢性疾患を完全に克服するためには、薬は最後までしっかりと飲み切る必要があるのです。中途半端な治療は、かえって病状を拗らせるだけです。』

(http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2014/data/ko141105a1.pdf)

「中途半端な治療は、かえって病状を拗らせるだけです」というのは、言葉は丁寧だが、中銀総裁が発する言葉としては極めて強いし、なによりも珍しい。つまり全知全能を使って「徹底的にやる」と言っている。10月末の追加緩和決定が「5-4」の僅差だった割には、黒田さんは意気軒昂に振る舞っているし、この発言の意思・意図は「目標が達成できない状況になったら、また追加緩和をする」というところにある。それは善し悪しの問題は別にして、「当局の意図」として頭に入れておく必要がある。ただしその意思がアメリカの意思とぶつかった時にはマーケットは方向性を考え直し、少なくとも脚気反応的にはドル売りに転じるでしょう。

黒田さんの決意は別にして、筆者がこの黒田講演を読みながら考えたのは、「黒田さんは前回の緩和（13年の4月4日）よりも勝ち目の薄い戦いを展開している」ということです。追加緩和の発表文でも「きさらぎ会」の講演でも、黒田総裁は「2%の物価安定の目標」がなぜ危うくなっているのかに関して「消費増税以降の景気の足踏み」と「原油価格の低下傾向」を挙げている。ということは目標を達成するということは、「この二つと戦う」とい

うことです。

日銀が戦いのツールとしているのはもっぱら「日銀による資産の買い入れ」です。リートを買う、国債を買う、ETFを買う... と続く。もしかしたら「消費増税以降の景気の足踏み」とはこれらのツールで戦えるかも知れない。先日指摘したように「経路」としては

「株が上がる」→「消費が増える」→「生産が増える」→「それによって雇用が増えて」→「一般国民の所得が増えて」→「また消費が増える」..... というのと「円安になる」→「輸出が増える」→「企業が高収益になって」→「投資が増える」

です。先週も指摘したように今はその経路に狭隘なところがある。しかしそれを取り除いてやれば出来ないことはない。しかし相当難しい。政府が政策関与しなければ出来ない。日銀の措置によっても輸出に関係ない中小企業で働く人々の給与引き上げは難しい。大都会の真ん中では不動産価格は上がっているが、地方では下落が続く。

それより日銀がもっと対処し難いのは「原油価格の低下傾向」です。ドル建ての原油の世界相場を日銀が操作する方法はない。なにせマーケットがでかい。原油やエネルギーは世界中に生産され、そして消費されている。それを操作するのは困難です。サウジの対米での政治的思惑もあれば、プーチンのロシアを弱体化させたいアメリカの思惑（原油価格が高くなるのはロシアにとって痛い）もある。むしろ円安→ドル高は、今起きているように資源価格の低下を誘発する。ということは、円安は日銀にとっての情勢悪化（原油安、インフレ率低下）を意味する。世界のマーケットでは、「60ドルの原油」を予測する向きもある。

国内石油価格引き上げを日銀として誘発するには円安がてっとりばやい。しかし、「円安」の進行には既に指摘したドル高以外に弊害が伴うことはよく知られている。原発が止まっている中では日本のエネルギー輸入価格は大幅に上昇するし、輸入品に頼っている業種は苦しくなる。もうこれは経済界から苦情が出ているところです。

もう一つ私が問題だと思うのは、「Stimulus Gives Bank of Japan Huge New Role in Markets」と先週のウォール・ストリート・ジャーナルの記事が指摘するように、「日銀がマーケットのプレーヤーになった」ということです。いかに一大プレーヤーになったかを考えると、例えば日銀は発表文で『ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う』と述べている。「それぞれ年間約3兆円（3倍増）、年間約900億円（3倍増）に相当するペースで増加するよう買入れを行う」ということは、ETFなら「3兆円÷242」、リートなら「9000億円÷242」という買入れを年間で平均的に行うということ。「242」というのは、大体の年間マーケット営業日です。

出てくる数字は、前者が124億円、後者が37億円です。しかも当面は買いっぱなしです。しかし日々のオペレーションは相場感をもって増減（購入額の）を伴いながら行うわけで

す。これは「一大プレーヤー」と言えるし、永遠に続けることは出来ない。日本経済がゆがむからです。しかし黒田さんは「中途半端な治療は、かえって病状を拗らせる」という。今は徹底的にやる、と言っている。

最近のマーケット・コメントの中には「政策に逆らうな」と言う外国人投資家の言葉も掲載されている。特に黒田総裁の決意の堅さは頭に入れておく必要がある。しかし進む円安を快く思っていない国（韓国、オーストラリアなど）が既にあり、アメリカも場合によっては発言をしてくる可能性がある。それは頭に入れておいた方が良い。ただし、貿易や投資で生まれる実際の需要面を見ると、今のマーケットではドル買い需要が強いように見える。いつもそうだがマーケットは複雑。それに“時間”という様相が加わる。「ドル高・円安」が基調であるにしても、今週もドル・円相場はかなり揺れるだろう。

《 steady recovery for U.S employment 》

先週7日に2014年4～9月期の連結営業利益が前年同期比23%減の97億円だったと発表し、下期の消費動向について「全体としては、決して楽観視できる状況ではない」と記者会見で発言した三越伊勢丹ホールディングスの大西洋同社社長の言葉を見るまでもなく、日本の景気ははかばかしくない。だからこそ日銀が追加緩和に踏み出したのだが、一方のアメリカの景気は「どちらかと言えば良い」状態が続いている。それは先週金曜日に発表になった10月の米雇用統計でも示された。

毎回一番注目される非農業部門の就業者数は21万4000人で、これは予想より少ない。予想は23～24万だった。しかしその他の数字は総じて強い。失業率は5.8%に下がり、8月、9月の非農業部門の増加就業者数は合計31000人分上方改定された。そして何よりも小幅だが賃金の増加が見える。slackと呼ばれる「労働資源の未利用分」は明らかに減っている。先月末のFOMCの「立ち位置の変更」が正しかったことが証明された。その一つの証明としては、広義の失業率の大きな低下だろう。

「広義の失業率」とは、非自発的にパートタイム労働をしている人、職に就きたいが職探しをあきらめた人などを含む失業率で、それが10月には0.3%ポイント下がった。10月は11.5%。これは1年前の13.7%を大幅に下回る。一般的にこの数字は景気が良い時には最近では8～10%で推移するとされる。だから11.5%はそれほど悪い数字ではない。賃金についてウォール・ストリート・ジャーナルは「In October, average hourly earnings for private-sector workers rose 3 cents to \$24.57. Earnings were up 2% compared with a year earlier, a pace just above mild inflation. Consumer prices rose 1.7% in September from a year earlier.」と指摘している。

10月は非農業部門就業者数が予想を下回ったが、このところ毎回過去月数字に上方修正がある。ということは、21万4000人の増加と発表された10月の非農業部門就業者数も、来月の統計発表で上方修正される可能性があるということだ。何よりも今年に入って毎月22万人分の雇用が増えているというのが、アメリカ経済の雇用情勢の良さを示し

ている。

そういう意味では、先週金曜日は安寄りで始まり、日中のザラ場でも下げる局面も多かったニューヨーク株の引けでの上昇（19ドル強の上げ）は、「先行きは良くなる」との期待からだろう。「QE3の打ち切り」があったのもかわらず、ダウ工業株30週平均などいくつかのニューヨーク株価指標はずっと高く、そのいくつかは史上最高値で先週を終えた。「経済と株式市場にあるアメリカの楽観論」の存在の証拠と言える。それはドルにも当てはまる。しかしそれにしても、アメリカの金利は上がらない。指標10年債の利回りは引けで2.3%と逆に低下した。

同じように低下したのはドイツの10年債利回りで、引けは0.777%。私が見ている資料では綺麗に「7」が小数点以下で三つ並んだ。上がったのはイタリアやスペインの利回り。先週もECBはドラギ総裁が時に苦悩の表情で会見を行っていた。LTROがあまりワークしないECBが、年内にも日米型の「量的金融緩和」に踏み切るのではないかとの見方が改めて出て、それもあってユーロは先週の理事会後に大きく下げた。対ドルでも、そしてもっと大きく対円で。しかし日米と違ってECBの量的緩和はその対象を“国債”とする時には難しい問題が多い。それをECBの事務方がどう乗り越え、理事会として発表にこぎ着けられるのか。そこがポイントだ。

今週の主な予定は以下の通り。

11月10日（月曜日）	10月外貨準備高 オーストラリア9月住宅ローン許可件数 中国10月消費者物価・卸売物価 米穀物需給 APEC首脳会議（～11）
11月11日（火曜日）	9月国際収支 10月上中旬貿易統計 10月貸出・預金動向 10月対外・対内証券売買契約 10月企業倒産 10月消費動向調査 9月携帯電話・PHS国内出荷実績 10月景気ウォッチャー調査 10月企業倒産 マレーシア9月鉱工業生産
11月12日（水曜日）	ニュージーランド準備銀行の金融安定報告 9月第3次産業活動指数 10月マネーストック

11月13日（木曜日）

11月 ESP フォーキャスト調査
インド 10月消費者物価
インド 10月消費者物価
英 7～9月失業率
ユーロ圏 9月鉱工業生産
英イングランド銀の四半期インフレ報告書
米 9月卸売売上高
9月機械受注
10月企業物価
9月産業機械受注
10月中古車登録台数
中国 10月工業生産高・小売売上高
中国 1～10月都市部固定資産投資
中国 1～10月不動産投資
インドネシア中央銀行の金融政策決定会合
G20 財務相・中央銀行総裁会議
米新規失業保険申請件数

11月14日（金曜日）

米 10月財政収支
10月発受電力量
10月投信概況
マレーシア 7～9月期 GDP
香港 7～9月期 GDP
インド 10月卸売物価
仏 7～9月期 GDP 速報値
独 7～9月期 GDP 速報値
ユーロ圏 7～9月期 GDP 速報値
米 10月小売売上高
米 10月輸出入物価指数
米 10月ミシガン大学消費者態度指数速報値
米 9月企業在庫

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。秋晴れにはほど遠い東京の空でしたが、私が足を運んだ場所では結構の人出でした。それにしても今朝は嬉しいニュースです。「まるで大統領になったような気分」と錦織選手が表現した最上待遇の ATP ファイナル（ロンドン開催）の初戦で、同選手が今まで3度戦って負けていた地元イギリスのマリー選手を6-4、6-4で下した。

完全アウェーの中での勝利であり、今の彼の調子の良さ、強さを象徴していると言える。

この大会は「男子テニスの年間成績上位8人」によるもので、今季最終戦。錦織選手は世界ランキング5位で、シングルスではアジアから初出場。8人が二つのグループに分かれて総当たり。錦織が入ったグループには他に世界2位のロジャー・フェデラー（スイス）、同8位のミロシュ・ラオニッチ（カナダ）がいる。この二人に対しても良い戦いをして欲しい。マリーとの戦いをニュースで見ると、錦織は推し量ったようにラインぎりぎりに球を強く打ち返している。素晴らしい。大会賞金総額は650万ドル（約7億4750万円）。各組上位2人が15日の準決勝に進む。楽しみですね。

この週末9日はベルリンの壁崩壊から四半世紀の記念日でした。今でも鮮明にあの日のごことは覚えています。9.11と同じくらい衝撃的な出来事でした。先週の後半から「なぜ、どうした壁崩壊が起きたのか」に関して世界の新聞は特集を繰り返している。最初に東西の関門を東ドイツ市民に対して開放した人の話は何回読んでも面白い。必然と偶然の混ざり合いの中であの「壁崩壊」が起きた。

それからあまり時間を置かずにドイツ語が堪能な同僚と行った東ドイツの光景は、今でも忘れません。商店の棚に何も無い商品、まるで中世のような町並み、朽ち果てた城。「ぼんぼん自動車」と表現できるようなトラバント。でも一年たって同じ街（シュベリーン 旧東ドイツ）に行ったら街の様相は全く変わり、街にはシティバンクのATMがあった。ある意味驚愕し、笑いました。「こんなに変わるのか」と。

それに関連して、この一週間は世界の新聞は「残る壁」、南北の想定される統一に関する記事も多く掲載した。ウォール・ストリート・ジャーナルの「Few German Lessons for Koreans」は、以前から言われていることですが、「ドイツの教訓は朝鮮半島にはちょっと当てはまらないかもしれない」という指摘。ここに掲載されている数字が面白い。

一つは国民一人当たりの所得。壁が崩壊して1年とちょっとたった時点ですが、1991年の旧東ドイツ国民の一人当たり所得は10,163ドル。対して西ドイツのそれは23,461ドル。対して2013年の北朝鮮のそれは1,360ドル（韓国25,000ドル）。つまり異常に北朝鮮の人々の所得が低い。対して北朝鮮の人口は多い。当時の東ドイツは1,810万人（西ドイツは6,190万人）。北朝鮮は2013年で2,490万人。対して韓国は5,020万人。統一するにしても、いかに韓国に負担が大きいのか、ということです。韓国の若者が二の足を踏む傾向が強い訳です。

でも多分、一端動き出したら北朝鮮の韓国化は凄まじい勢いで進む。多分。シティバンクは日本でも預金業務・カード業務から撤退しますから「南北統一の1年後に平壤にシティのATM」とはいかないでしょうが、間違いなく2年、3年のうちに北朝鮮全体が大きく変わる。それをなるべく早く見たいものです。

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。》