

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2239号

2014年12月08日（月曜日）

## 《 bumpy road ahead 》

難しいトライではあるものの、今週は「来年のマーケット」を予測してみようと思う。今の世界経済やマーケットを見るとどう見ても「ゆがみ」を彼方此方に感じる事が出来るが、来年については「その“ゆがんだ状態”がまだ続く」と見るか、「いつかの時点で波乱の解消に向かう」と見るか、そしてそれ（ゆがみの解消）がいつ起きるかが大きな問題だ。前者だとドルや株のマーケットは相当まだ強くなると見ることができる（例えばドル・円で135円、日経平均で25000円とか）が、何らかの理由で“ゆがみの解消”が起きると見れば、ドル・円では例えば100円に接近するドル安（円高）が起きてもおかしくないし、世界の株式相場もその時点の高値（それが分からない）から25%ほどの下落は十分見ておく必要があるだろう。

私が“ゆがみ”として例示できるのは、

1. 先進国経済では唯一“抜け出し”となっているアメリカ経済と、依然として成長率とインフレ率の低下に悩む日欧という捻れた構図。来年は金融政策が真逆になる可能性がある
2. それ故に膨大な金額の資本がアメリカに流れ込み、その過程で対円と対ユーロでドル高が急ピッチで進んでいる。一方、“超”緩和策で債券利回り低下革命が生じ、世界的に投資は「流動性+キャピタルゲイン」希求となってやや行き過ぎた株高が進行している
3. ロシアを含むかなりの数の資源国経済が徐々に行き詰まり、ドル高の中で同通貨建て債務が膨大化して企業や開発途上国の債務負担が危険なまでに増大している
4. 経済のゆがみ（例えば貧富の格差の増大）が将来の政治的、社会的葛藤を生む可能性が高まっており、それに伴って先進国の政治が不安定化する危険性もある

などである。既に現時点でさえ、当局者からは「警鐘」がかなり強く鳴らされている。この週末にはBISが「再興（resurgent）とも言っても良いドルが途上国経済に及ぼすインパクト」に関して警鐘を鳴らした。ドルにリンクしている通貨を持つ国、それにドル建て債務を抱えている公的機関や企業が抱える過度の負担に警鐘を鳴らしたものだ。

時間を少し巻き戻すと、イングランド銀行のカーニー総裁は11月の初めに各国の中央銀

行総裁を集めた会合で、「だからといって正常化のタイミングに影響を与えるべきではない」(多分早期正常化に警告した)と述べながらも、「これから先の移行期はバンピー (bumpy) なものになる」と述べた。それから約一ヶ月後の12月の初めには米財務省が「長らく続いた低金利局面とボラティリティーの低い環境によって投資家のリスクテークが過剰になっている具体的な証拠がある」と警告した。年次報告書の中でだ。

しかし警鐘を鳴らす世界の当局者の足並みも乱れている。一方で日銀や ECB は「デフレからの脱却」や「デフレ回避」をスローガンに“ゆがみ覚悟”で金融政策の超緩和(質的・量的)を続けているし、「もっと強力なものにする」とマーケットに通告している。“当局”という大きな括りで見ると、アクセルをふかしたりブレーキ踏んだり。これまた bumpy だ。

### 《 timing is most important 》

マーケットに携わる人間、企業の財務の人間にとって重要なのは、“ゆがみ”がいつ解消されるのか、その切っ掛けには何がなり得るのか、という問題だ。一つ確実なのは、“ゆがみ”はいつか解消される”ということだ。永遠に拡大し続けると言うことはない。過ぎたドル高はどこかで必ず解消されるし、過ぎた株高はいつか必ず解消される。歴史を見ればそれは明らかだ。“ゆがみ”の解消が起きたとしても、それは世界の終わりではない。しかし「相当な痛みが伴う」ことは明らかである。

「いつか」を予測するのは難しい(だからそれが一番重要なのだが)が、予見しうる範囲で何が切っ掛けになるかを考えてみると

1. アメリカの金融政策の“正常化”のプロセスで、何らかの事象に対して「sell the fact」が発生する可能性
2. 90年代末のアジア通貨危機のように、例えばヨーロッパ発の通貨危機が発生し、それが世界のマーケット全体を震撼させる事態
3. 窮鼠状態を深めるロシアが、西側世界全体を震撼させる軍事行動を起こして、それが世界のマーケットに激震を見舞う可能性
4. 現在のドル高・株高が自律的に、しかし相当大きな調整を何からの比較的小さな出来事(ヘッジファンドの行き詰まり)で発生させる可能性

一つ言えることは、「予測できるようなことは実は大したことではない」かもしれない、ということだ。なぜなら今でもこれらに対してマーケットはある程度身構えているからだ。その時点で生きている人間が予想しないことは、いくらでも起きうる。予想外の事が起きて、それがリパーカッションを及ぼしながら、結果的にマーケットを調整することは過去にも数多くあった。今回もそれかもしれない。

繰り返すが、「問題はタイミング」だ。しかしそれを正確に予測するのは無理だし、マーケットの時間軸は相当長い。今のアメリカの株式相場のブルランは既に6年目に入ろうと

している。スタートしたときに「6年も続く」と予測できた人は少なかつたろう。リーマン・ショックの後で、多くの人は「この回復は fragile だ」と思ったはずだ。しかし回復は既に6年を経過し、ダウ工業株30週平均はほぼ2.7倍になった。配当も勘案すれば「十分3倍になった」と言うことも可能だ。その一つの理由はリーマン・ショック後のマーケットの調整が徹底していたからだろう。あらゆる redundancy (余剰、余分) が取り除かれた。

「早期にやや規模の小さい調整をする」のか、それとも「やや時期的に遅れた規模の大きい調整をするのか」は議論の対象としては面白い。しかしアメリカを除く中銀の「2%をターゲットとする物価上昇に対する強い願望」を考えると、「やや時期的に遅れた規模の大きい調整」の可能性の方が今は高いかもしれない。イングランド銀行のカーニー総裁でさえ、「だからといって正常化のタイミングに影響を与えるべきではない」と述べている。「この道しかない」という感じだ。

今筆者が一番心配しているのは、「2%の物価上昇」目標そのものが、「壮大な誤解」である可能性だ。先進各国の中央銀行は揃って「2%の物価上昇」を政策の柱にしている。しかしそれは本当に妥当なのか。

「先進国全体で進む少子高齢化」

「膨大に増えた市場経済参加者」

「資源の世界で進むエネルギー革命と生産現場で進む3Dなどの生産革命」

などなどを考えると、戦後のインフレ時代こそ人類の歴史の中では「異常な期間」だったような気がする。世界のインフレは第一次、第二次石油ショックを含めてほぼ「エネルギー価格の大幅な上昇」で起きているし、戦後の世界の最大の特徴は「人口の爆発」にあった。しかしこの二つに大きな潮流の変化が見られる。特に先進国で。

ところが今の世界の中央銀行にとって「2%の物価上昇」は“一つの意地”として存在する。特に日銀とECBにとってはそうだろう。景気は悪いし、物価は上がらない。「何をしているんだ」と言われ続けている。日銀総裁には前任者に比べて「意地、よく言えば決意の強い人」が選ばれている。だから「強い政策」が今後も遂行される筈だ。

「共同幻想の政治的・社会的剥げ落ち」にも来年以降は気をつけたい。“共同幻想”とはトリクルダウン幻想かもしれないし、豊かな国家への幻想かもしれない。それが冷めれば、例えば日本では「アベノミクスは結局何も私たちにもたらさなかった」という「臨界点生活者の政治的反乱」が起きるかもしれない。「臨界点生活者」とは、収入が相対的に低く、少しの税の引き上げ、少しの輸入インフレでも生活を引き締めたり、悪いケースでは水準引き下げを余儀なくされる層だ。全体を示す経済指標などが良くても、投票者が共同幻想に惑わされずに政治的ノーを政権に突きつける事があるのは、過去いろいろな国に見られた。

しかし繰り返し書くが、相場の息は長い。「今の相場は相当“ゆがんでいる”としても」、そして「いったんは調整が望ましい」としても、相場は「そうあるべきだ」の方向には必

ずしも向かわない。できる事は「身構える」ことだけだ。恐らく来年はそういう年になる。ETF を年間 3 兆円も買う日銀のように、「今後が bumpy になる」ことを知っている各国中銀は、少しでもスタビライザー役になることを試みるだろう。しかしそれにも限界がある。マーケットはしばしば、中銀の介入が動きを止められるほど優しくはない。

### 《 Japan GDP might be plus 》

先週発表された経済統計の中で、今週からのマーケットに大きな影響を与えそうなのは、11 月の米雇用統計です。月間にあった休日の関係から小売業の雇用（多くが一時的）が多く計上されている可能性があるとか、賃金が徐々に伸びた印象はするが少し長い視点で見るとまだまだ上昇ペースは弱いなど問題点はあるが、統計自体非常に強かった。非農業部門の就業者数は 32 万 1000 人も増加した。予想の中で強く見ていたものが 23 万人だったので「驚きの強い数字」で、加えて 9 月、10 月の同就業者数も合計 4 万 4000 人分上向き改定された。筆者は最初に数字を見た時に、「もしかしたら、強すぎてニューヨークの株のマーケットは早期の利上げを読んで、反落するかも知れない」と一瞬思った。

しかしそれも杞憂で、終わってみればニューヨーク株の 3 指数はそろって上げて終わった。各指標の引値を見ると DJIA が 17958.79 で +58.69 (0.33%)、Nasdaq が 4780.76 で +11.32 (0.24%)、S&P 500 が 2075.37 で +3.45 (0.17%)。ダウの日中チャートを見ると、高値がちょうどザラ場の真ん中であって 17991 ドル。あと 9 ドルで 18000 ドルだったが、そこから引値までは下げた。しかし引値はダウと S&P 500 が史上最高値。今週は順調に行けば日本のマーケットと同様に「18000」を目指す。

いくつかのポイントを列挙すると

1. 12 月に大崩れしないとすると、今年一年のアメリカの雇用創出数は、実に 1999 年以来の大きなものになりそう。11 月現在でアメリカは今年これまでに 265 万人分の職を創造し、月間の増加ペースは 24 万 1000 に達している。これはアメリカの人口（約 3 億 2000 万人）を勘案しても非常に大きな数字である
2. 米雇用（非農業部門就業者数）はこれで 10 ヶ月連続して月間 20 万人以上の増加となっているが、これは 1994 年以来の出来事であり、過去 3 ヶ月の雇用の伸びもリーマン・ショック以前に遡らなければいけないほど大きい
3. よく問題にされる賃金と労働時間も 11 月は確かに伸びた。民間企業の一時間当たり賃金は 24.66 ドルと、前月に比べて 0.37% 増加した。まだ上げ幅は小さいし、単月の数字だけでは判断できないが、この増加ペースは約 1 年ぶりの大幅な上昇であり、労働時間の増加とともに就業者の手取り賃金を押し上げている
4. 雇用増は実に広い業種に渡っていて、やや季節調整要因が甘いかも知れない小売業で 5 万 200 人の増加となったのに加えて、寒波もあったにもかかわらず建設が 2 万人、製造業が 2 万 8000 人、ビジネス・サービスが 8 万 6000 人、ヘルスケアが 3 万 7200 人の各増

加

という状況。ほぼ確実に変わったのは、フィッシャー副総裁が今週言ったように、「近い将来 for a considerable time の表現は FOMC 声明から消えるだろう」し、それは今月 16、17 日の今年最後の FOMC になる可能性が強いということだ。

それは「FRB が政策金利の引き上げを具体的に探る」状態に入ることを意味する。金利の先物市場では「6月ないし7月」を示唆する動きも出ている。失業率も 5.8%と 10月と同じで下がらなかったとは言え、2008 年の 7 月以来の低水準。あとは「2%の目標にちっとも接近しないインフレ率」ということになる。

-----  
今週の主な予定は以下の通り。

12月08日（日曜日）	7～9 月期 GDP 改定値 10 月国際収支 11 月貸出・預金動向 11 月対外・対内証券売買契約 11 月企業倒産 11 月景気ウォッチャー調査 中国 11 月貿易統計 台湾 11 月貿易統計 ユーロ圏財務相会合
12月09日（火曜日）	11 月マネーストック 10 月携帯電話・PHS 国内出荷実績 インド 11 月新車販売台数 米 10 月卸売売上高
12月11日（水曜日）	10～12 月法人企業景気予測調査 11 月企業物価 中国 11 月消費者物価・卸売物価 11 月中古車登録台数 11 月消費動向調査 休場＝タイ
12月11日（木曜日）	米 11 月財政収支 ニュージーランド中銀の政策金利発表 10 月機械受注 10 月第 3 次産業活動指数 オーストラリア 11 月雇用統計 11 月都心オフィス空室率

10月産業機械受注額  
11月投信概況  
韓国の金融通貨委員会  
フィリピン中央銀行の金融政策決定会合  
インドネシア中央銀行理事会  
米11月小売売上高  
米新規失業保険申請件数  
米11月輸出入物価指数  
米10月企業在庫  
11月発電電力量  
中国11月工業生産高・小売売上高  
中国1～11月都市部固定資産投資  
中国1～11月不動産投資  
インド10月鉱工業生産  
インド11月消費者物価  
ユーロ圏10月鉱工業生産  
米11月卸売物価  
米12月ミシガン大学消費者態度指数速報値

12月12日（金曜日）

今週の経済指標にも興味深いものが多い。月曜日の朝は早速「7～9月期GDP改定値」が出る。安倍政権は本来このGDPの改定値を見て来年の消費税の追加引き上げ（2%）を決めるはずだったが、政治的要因から前倒しして延期を決め、総選挙に突入した。改定値では成長率がプラスになる可能性もある。設備投資が当初見込みよりかなり良いためだ。そうなれば、「なぜ先延ばしを急いで決めたのか」という批判が出る一方で、自民党は「やっぱりアベノミクスは機能している」と宣伝するかもしれない。いずれにせよ今の選挙情勢（各紙自民か自公で300と予測）には与党優位に働きそう。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。寒い土日でした。特に土曜日が寒かったかな。朝早く外に出たのですが、「東京の今の気温は2度」と携帯端末が教えてくれました。特に日陰が寒い。これからは車で出かけるときは、「雪は大丈夫か」と予測しながらでないといけない。今年は特に四国の人。

-----

その寒かった日曜日ですが、ひょんなことから「皇居乾通り通り抜け」の行列に加わって、中を見てきました。凄い警備でしたね。目が鋭い人が多かった。何かあったら大変ですから、皆さん真剣。今年の最終日の日曜日ということもあって、人出が予想されていたか

らでしょう。あまり待たずに坂下門から入って、「宮殿に通じる道」「宮内庁庁舎」「局門」「山下通り」などを通過した。そこで選択肢があって、乾門にそのまま抜けるか、東御苑に出るか。警備の人に「どっちが行程として長いか」と聞いたら後者だということで、私は東御苑に向かった。

全体的な印象を記すと、坂下門を入るとそこは非常に広い。上り坂です。直ぐに宮殿に繋がる道が左にあるが、そこはむろん入れない。その先には宮内庁庁舎がある。外部からも見える建物です。驚いたのは、宮殿の中にも石垣がいっぱいあって、道も坂が結構多い。まるで坂の多い東京を象徴するようなお庭になっている。「道灌堀」なんて、今まで名前を知らなかったお堀もあって面白かった。おかしかったのは大勢の皆さんが紅葉を写真に撮る。紅葉なんて皇居でなくてもどこでも撮れるでしょうに。私は石垣とか、「局門」とか「道灌堀」とかそういうのが興味深かったな。

良かったのは皇居の昔の天守閣の位置が分かったことかな。「天守台」となっていて、それはグーグルの地図にも出ていた。石垣が綺麗です。一つ面白かったのは、何かを聞くときには宮内庁の腕章をしている人に聞かないと。警視庁からのお手伝いさんは、当然ながら何を聞いても「はあ…」で埒があかない。いろいろ聞きましたが、宮内庁の人は皆良く勉強している。ある意味当たり前ですが。

多分、皇居の乾通りの通り抜けは春の方が良いと思う。なんといっても桜が。しかし秋も面白かった。まだまだ紅葉が彼方此方の木にあって綺麗だった。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](mailto: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。》