

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2248号 2016年02月16日(月曜日)

## 《 prolonged low inflation 》

先週一週間考えたことは「“適度なインフレ” “適度な成長” など戦後経済を手本としたモデルを求め続けることが果たして良いことなのか」ということでしたが、当面のマーケットの焦点としては「円相場の下げ渋り」「世界の株価の上値追いの先行き」などでしょう。17～18日には日銀が金融政策決定会合を開く。この会合は日本の金利が上げ足を速めているだけに、記者会見などで示されるスタンスは今後のマーケットの方向性にかなり影響を与えるかも知れない。一方で、世界の株価は世界的な緩和状況の深化を受けて上値追いの状況を強めている。

-----

先週筆者が、マーケットを取り巻く「全体的な状況の変化」を考える切っ掛けを与えてくれたのは、G20の声明です。第三項に「Prolonged low inflation alongside sluggish growth and protracted demand weaknesses in some advanced economies may increase the risk of persistent stagnation. Accordingly, we will continuously review our monetary and fiscal policy settings and act decisively, if needed.」とある。「一部先進国における低インフレ状況の継続は、緩慢な成長、継続的な需要低迷と相まって、スタグネーション持続のリスクを高める危険性がある。よって我々は、金融政策と財政政策の環境を継続的に見直し、もし必要とあれば断固として行動する」と訳せる。

しかし「国際的声明にありがちなお題目」という印象が直ぐに思い浮かぶ。なぜなら先進国の多くは財政政策を「断固として変える余地」を既にかかなり狭めているし、「低インフレ、緩慢な成長、継続的な需要低迷」に付ける薬はなかなかないことは誰でも知っているからだ。

それでも、「(一部先進国における) 長引く低インフレ」が G20 などの声明に居場所を持ったということ自体に興味を持てるし、さらに言えば、それに対する各国の、そして先進国全体の政策対応余地の少なさを改めて考えた。「お札を刷れば、インフレなど直ぐに起きる」というかつての議論をあざ笑うかのように、今の世界では緩和をしても、さらに緩和しても多くの先進国でインフレが全く起きない。刷り方が足りないのか、他に原因があるかしかない。

多分、生産人口の頭打ちなど、戦後世界では見られなかった大きな変化が起きている可能性が高い。つまり人口動態だ。それと、生産革命(市場経済参加者の増加、3D プリンターを

使った生産の増加などなど) やエネルギー革命 (シェールオイル生産の増加) などが重なっている。また先進国における貧困の問題、それに格差の問題もあって需要が伸びないことも考えられる。いずれにせよ、今の世界の先進国における「低インフレの大きな流れ」は戦後としては全く新しい現象だ。

各国中銀が努力していないわけではない。先週はスウェーデン中央銀行が国債を大量に買い入れる量的緩和策を導入すると同時に、政策金利をマイナス圏に引き下げた。欧州中央銀行 (ECB) が量的緩和策の導入を決めたのに続く。先週も取り上げたが、世界の中銀の利下げ、自国通貨引き下げの動きは“競争的”側面さえ見せ始めている。つまり今の世界では、日銀が行っているバズーカの金融緩和もそれほど特徴有る緩和策には見えなくなっている。世界各国の他の中銀が打ち出す措置が、マイナス金利を含めて強力だからだ。

### 《 B0J should response to rate rises 》

日銀の今週の金融政策決定会合とその後の黒田総裁の記者会見は、いくつかの点で注目される。第一は、日本の長期金利の動きが“不安定”になってきたこと。それに日銀がどう対処するのか。日本の長期金利を指標 10 年債で見ると、先週末は 0.420% の引け。一時の 0.2% 近い低い金利から見ると、相当に高い。その推移をブルームバーグのチャートなどで見ると、日本の長期金利は「不安定」と言うより「上げ」に転じてきている。それも結構急に。いろいろな報道、例えば「日銀は円安の行き過ぎを懸念している」「新たな金融緩和に後ろ向き」などが背景にあるが、政策を変えないにしても黒田さんはこれらの問題での質問を受けるだろう。そしてそれらに答えなければならない。

少なくとも日銀は、「このまま日本の長期金利が上がって良い」とは思っていないと思われる。だからこの傾向が続くようだと、「それは違っているよ」というサインを出さないといけない。日本の 10 年債の利回り上昇に対して、ドイツの先週末の 10 年債利回りの引けは 0.313%。ドイツの長期金利の方が日本のそれを大きく下回っている。別に競争的になる必要はないが、日銀の「思い切った緩和策」も ECB やスウェーデン中銀にその存在感を奪われつつある。

対して再び上昇し始めたのがアメリカの 10 年債利回りだ。先週は 2% 台に戻った。引けは 2.055%。あれだけの景気の良さでは、「下がってばかりはいられない」という印象もある。この「米金利上昇」があっても、また G20 の場で示されたアメリカの「ドル高容認姿勢」でもドル・円は上値を追えなかった。一時 120 円台に乗せたものの、その後直ぐに 118 円台。今朝もそうだ。それは「日銀は円安の行き過ぎを懸念している」「新たな金融緩和に後ろ向き」などの観測が高まっているのに加えて、実際に円金利が上がっているためだ。円金利の上昇は、円を保有する魅力を高める。

先週の G20 で明らかになったのは、「(ドル高の) 不満を中国や韓国の通貨に向けては吐き出すものの、円やユーロに対しては両経済の回復をじっと待つ」というのが今のアメリカの為替に関する姿勢だ、ということだ。米議会はうるさくなっているが、G20 ではアメリカ政

府当局者から「ドルの強さに対する不満」や「円安への警告」は聞かれなかった。声明でも短く「We will stick to our previous exchange rate commitments and will resist protectionism」（為替に関する過去のコミットメントを守り、保護主義に抵抗する）とだけごく短く為替に触れた。

つまりドル高になったからといって「今までのスタンスを変えない」と言っているのだ。ドル高がアメリカ企業の輸出に打撃になっている事を承知の上で、これまでの「ドル高放置」の政策から離れることをしなかった。背景には次のような事情があると考えられる。

1. 雇用などを中心にアメリカ経済は好調そのものであって、外需をあまり頼らずに当面は成長軌道を維持できるとの自信を深めている。(米1月の雇用統計は賃金の伸びを含めて極めて強い数字だった)
2. 今のアメリカ強状態の世界経済にあって、ドル安・他通貨高(円高も含まれる)を誘導すると、世界経済が一段とパワーを失い、アメリカ経済も活力を失う危険性がある。少しのドル高には目をつぶり、日本経済や欧州経済の回復を待つ方が良い
3. アメリカ経済に占める製造業の割合は過去に比べて大きく落ちていて、サービス産業化が進む。全労働者の中で製造業に携わる人の割合は10%強と、ドイツや日本の半分近くで、アメリカにとって「ドル高」は以前ほど負担ではない

「アメリカの通貨政策の枠組みの中では、もっとドル高・円安になる余地はある」という事だ。しかし世界中の中銀が緩和に走る中で、今の円相場は立ち位置を決めかねているように見える。かなりの通貨に対して円高に既に移行している。

## 《 stock mart is chasing highs 》

それにしても、世界の株は強い。ウクライナ、ギリシャに関する懸念などは完全に横に置いている。特にドイツの株の上げが急ピッチで、チャートを見ると ECB の国債対象の QE 突入から明確な上げ基調になっている。過去二回あった日銀の緩和措置発表直後の日本の株価のようだ。

先週末の DAX 引値は 10,963.40 だが、高値では 11,013.85 があった。このところほぼ連日で史上最高値を更新している。負けていないのがニューヨークの株で、各指数の先週末引値は DJIA が 18019.35(+46.97 0.26%)、Nasdaq が 4893.84(+36.22 0.75%)、S&P 500 が 2096.99(+8.51 0.41%)。このうち最後の S&P 500 は昨年 12 月に記録した史上最高値での引値 2090.57 を上回った。つまり先週末が史上最高値。ダウの引値はこれまでの史上最高値 18053.71 に限りなく接近しているし、金曜日は Nasdaq の大幅上昇が目立った。Nasdaq の史上最高値は IT バブルの 2000 年の春にある。今週も世界の株価は、世界的な緩和の進展の中で高値追いを続けるだろう。

株価には影響していないが、「ウクライナ」と「ギリシャ」が頭を離れない日々が続く。

先週16時間近いマラソン協議（ロシア・プーチン、ウクライナ・ポロシェンコ、ドイツ・メルケル、フランス・オランド）で決まった15日からのウクライナ東部停戦の現状は、「Ukraine Cease-Fire Largely Holding」（ウォール・ストリート・ジャーナル）という見方も「ウクライナで停戦発効 散発的に交戦、民間人2人死亡」という見方も出来る状況のようだ。

ギリシャの新政権が投げかけている問題（緊縮策の放棄）に関しては、EUとギリシャの間で16日に改めて会議が開かれる。既に場外戦が展開されていて、ギリシャでティプラス政権を支持する地元紙がドイツのショイブレ財務相にナチス・ドイツ時代の軍服を着せた風刺画を掲載、それにドイツ政府が反発している。むろん、対ギリシャでの緊縮財政要求で主張を崩さないドイツに対する、ギリシャ国内の批判の反映。ドイツ財務省の報道官は13日の記者会見で、「報道の自由は支持する」と前置きしつつも、「風刺画は不快で作者は恥を知るべきだ」と非難。

ユーロ圏財務相会合のデイセルブルム議長（オランダ財務相）先週末の段階でギリシャの債務問題をめぐる16日のユーロ圏財務省会合について、「（合意が得られるか）非常に悲観的な見通しを持っている」と述べている。もっともギリシャの財務相であるヤニス・バルファキス氏は、ケンブリッジ大学で経済学の教授をしていた経歴もあり、ゲーム理論の専門家と言われる。イギリスのエセックス大学で数学や統計学を学び、経済学のPh.Dを取得しているとされる。だから意外な落とし処が見つかるかもしれない。むろん「決裂」の危険性も十分あるが、「16日に直ぐにギリシャがユーロから離脱」といった事態は予想されない。「時間をかけたゲーム」になる可能性が高い。

-----

今週の主な予定は以下の通り。

- |             |  |
|-------------|--|
| 02月16日（月曜日） | 10～12月期 GDP 速報値<br>1月マンション市場動向<br>タイ 10～12月期 GDP<br>インド1月卸売物価<br>ユーロ圏財務相会合<br>休場＝台湾、ニューヨーク市場（プレジデントデー）                               |
| 02月17日（火曜日） | 金融政策決定会合<br>オーストラリア中銀理事会の議事録<br>中国1月主要70都市住宅価格動向<br>英1月消費者物価<br>独2月ZEW景気予測指数<br>米2月ニューヨーク連銀景気指数<br>米2月NAHB住宅市場指数<br>EU財務相理事会（ブリュッセル） |

02月18日（水曜日）

休場=台湾、インド  
12月対米証券投資  
金融政策決定会合の結果発表  
16日時点の給油所の石油製品価格  
黒田日銀総裁会見  
1月訪日外国人数  
英イングランド銀金融政策委員会議事要旨  
米1月住宅着工  
米1月卸売物価  
米1月鉱工業生産

02月19日（木曜日）

休場=中国、韓国、台湾  
米FOMC議事要旨  
1月貿易統計  
金融経済月報  
1月粗鋼生産  
1月民生用電子機器国内出荷  
1月百貨店売上高  
米2月フィラデルフィア連銀景気指数  
米1月コンファレンスボード景気先行指数  
休場=中国、香港、韓国、台湾、  
シンガポール、マレーシア、インドネシア

02月20日（金曜日）

米1月半導体製造装置BBレシオ  
1月電力需要実績  
1月食品スーパー売上高  
1月コンビニ売上高  
仏2月PMI速報値  
独2月PMI速報値  
ユーロ圏2月PMI速報値  
英1月小売売上高  
休場=中国、香港、韓国、台湾、  
シンガポール、マレーシア

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。北海道などでは風雪が厳しい状態が続いているようですが、日本を全体で見ると「三寒四温」の季節に入ってきたかな、という印象。大阪城の梅林では、かなりの数の梅の木が芽を膨らませている。一部は既に花が咲いてもいます。今週末くらい

赤、白、ピンクが綺麗になって、大勢の方が押し寄せる時期になりそうです。

-----

筆者はこの週末は蔵王の周辺、つまり雪国で過ごしました。12月にどかんと降って、その後はあまり雪が降らなかったようですが、ここ数日また積もったとか。雪が少なかった去年よりは、相当多い雪を見ることができました。蔵王山頂の樹氷ですが、今年は「育ち過ぎ」だそうで、確かに去年見た樹氷に比べてあまりにも太っていて、格好は良くなかった。

それにしても雪国に来ると、「静かだな」と思う。多分降り積もった雪が音を吸収するんですね。雪国の雪は音もなく静かに降って（舞って）、それが積もる。そしてそれがまた音を吸収して、雪国の静けさが一段と進む。私の記憶にある雪はもっと騒々しかった。年に雪が降っても一二回のところで育ったので、雪が降るとうるさい、というのが印象。だって、子どもの頃はまだ雪が降ると車はチェーンを巻いて走っていましたから。それが道を叩くときのうるさいこと。

今はとっても静かです。雪が積もった道では、スタッドレスが道を叩く音も消されて、車が雪の上を滑るように進む。ガソリン車でもそうなのだから、例えば電気自動車が雪道を移動したら、本当になんにも音がしそうにない。アップルがタイタンというコード名で電気自動車を検討・試作中というニュースがこの週末にありました。そのタイタンで日本の東北の雪道を走ってみたら面白いかも、と思いました。

音があまりしない雪国でも、耳をすませば都会では普段聞けない音がする。風の強いときの風雪の音、暖炉の木が温度上昇ではじける音、雪が静かに落ちて積もる音、屋根の雪が自らの重さで落ちる音。木や電線から滑り落ちる雪の音。普段都会で聞いている音とは全然違う音です。雪国では、「耳をすませば聞こえてくる音」が貴重だと思いました。

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。》