

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2253号 2015年03月23日 (月曜日)

## 《 Janet Yellen moonwalk 》

「(FRB の) 利上げはいつ始まるのか。6月か9月か、それとももっと先か」を盛んに議論する人が依然多い。しかし先週のマーケットが明確に示したのは「その先の方が気になる」「きっと非常にゆっくりしたものになる」という判断でした。それが世界中の株価を押し上げ、ドルを高値から引き戻し、そして商品相場の反発を促した。当然世界の債券相場は上昇した。

前号で予想した通り、先週開催された FOMC は声明から「patient」という単語を落としました。金融政策のフリーハンド確保の為です。そしてこれも予想通り、「それは直ぐの利上げを意味しない」と繰り返し強調。まず声明に「This change in the forward guidance does not indicate that the Committee has decided on the timing of the initial increase in the target range.」と書き込んだ。書き込まないとマーケットが瞬時に(声明発表と同時に)誤解する可能性が高いからです。更にその後の記者会見でイエレン議長は最後まで、そして繰り返し利上げに慎重な姿勢をにじませた。「(過去にグリーンズパンがしたような) 足早で定期的な政策金利 (FF 金利) の引き上げはしない」と言いたかったのだ。

この「一方で利上げ環境を整え、もう一方ではせいたことはしないと強調」というのは、マイケル・ジャクソンが映画「スリラー」で披露した「moonwalk」の風情。「It looks like you are going one way but in fact you are moving in the other direction」というわけだ。マーケットは声明が出た瞬間から一気にドル安、債券・株高、そして商品相場高に動いた。この FT の表現は面白かった。そしてマーケットも、「patient が声明から外されたとき」に予想された相場の動きとは逆に動いた。この「マーケットの予想外の反応」(CNBC の記者が当初呆れていた) が起きた理由は、「今まで造成されていたポジションが巻き戻された」ということもあるが、最大の原因は FRB の最新経済予測にある。

声明と同時にアップされた「Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, March 2015」(FRB のサイトを参照 後に URL を表示) と題された予測を見ると、FOMC は去年12月時点の予想から GDP の成長率見通しを2017年まで引き下げ、失業率見通しを改善の方向で修正し、物価上昇見通しは下げた。ということは、「米経済の成長率は比較的弱く(しかし成長はしている)、インフレ率は低いまま。失業率は下がる」としたのだ。これは言ってみれば「ゴールドディロックス・エコノミー (Goldilocks Economy)」(インフレでもなく、景気後退でもない適度な経済状態のこと) 予測だ。

もっと端的に FOMC が全体として今後もアメリカの金利がそれほど上がらないとみている証拠は、FRB 3 月経済見通しの最後にある「Overview of FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy」と題された表だ。特に注目されるのがその下の方の「dot plot」と呼ばれる表が興味深い。これは各暦年の最後の段階で FOMC のメンバーが FF 金利の水準をどこに見ているかを表したものだ。例えば 2016 年を見る。昨年 12 月時点では最高 4% を見ている人もいたし 1.75% 以下を予想した人は二人しかいない。しかし今回発表された 3 月時点予想を見ると、一番高く見ている人で 3.75% であり、実に 6 人の委員が 1.625% を見ている。つまり来年末でも FF 金利は 1.75% 以下と見始めた委員が一举に 8 人になったということだ。12 月時点の 2 人からの大幅な増加で、これは FOMC 委員の FF 金利の先行きに対する見方が大幅に下がったことを意味する。

### 《 export growth has weakened 》

これが何を意味するかというと、FRB が 6 月に利上げに踏み切ろうが（その可能性は少ないが）、9 月に踏み切ろうが、その後の利上げペースはごくゆっくりしたものになるということだ。従来の“利上げ”（例えば毎 FOMC 0.25% といった）とは全く違って、市場環境を長目ながらの、そして刻みも時に小さくして、休憩を挟みながらの金利引き上げになることを意味する。だとしたら「patient」が外れた FOMC の直後からマーケットが一気に証券・商品高、ドル安に動いた理由はよく理解できる。つまり株式市場の観点から言えば、利上げが始まったからと言って債券利回りが直ぐに競争相手になることはないし、金利面でドル高に強い圧力がかかることはない、ということだ。

興味深いのはイエレン議長が記者会見のかなりの部分を「ドル高の影響」に割り振ったことだ。私は FRB 議長がこれほど長く FOMC 後の記者会見でドルに関して言及するのを今まで見たことがない。ドルはアメリカでは大統領と財務長官の管轄だからだ。しかし今回は言及せざるを得ないと思ったのだろう。何よりも景況に影響しているからだ。実は FOMC 声明の中にも間接的にドル高の悪影響を懸念している箇所がある。それは第一パラの「export growth has weakened.」という短い言葉だ。FOMC 声明の第一パラはいつも同委員会の景況判断を示すが、今回の判断は「economic growth has moderated somewhat.」（アメリカ経済の伸びは若干緩やかになった）というもので、その理由の一つとして「輸出の伸びの鈍化」を挙げた、その背景は明らかに“ドル”だ。ということはイエレン議長は「ドル高を懸念している」と声明の中に書き込んだに等しい。

FOMC 声明に加えて同議長は記者会見で、ドル高が影響を及ぼす分野として「輸出の伸び」と「インフレ」を取り上げた。ドル高は輸出の伸びを抑え、それは結果的にアメリカの成長力を削ぐ。その一方でドル高はアメリカのインフレ率に下方の圧力を及ぼす。「低すぎるインフレ率」が頭痛の種の FRB にとっては、これは心配材料だ。繰り返すが FRB 議長があればほどドルに関して長く喋るのを筆者は初めて聞いた。最終的には「乗り切りが可能」のようなことを言っていたが、議長がそれだけ長くドル高の影響を取り上げたこと自体が「アメリ

カはドル高を懸念している」と伝わるに十分だった。これがその後のドルの「上値が重い環境」(対円でも)を作っている。

ドルが一番反落したのは対ユーロでだが、それは一つにはその前のドルの上昇が対ユーロで激しかったことによる。一方でユーロのサイドにも上昇しておかしくない理由があったからだ。それは言ってみれば「Greek hopes」(FT)。融資延長後もトロイカサイドとギリシャはギリシャの約束実行度を巡ってもめ続けているが、週末金曜日の段階では「メルケル・ドイツ首相らがティプラス説得に成功したのではないか」との観測が出ていた。真偽のほどは分からない。いつでもギリシャを巡る交渉の進捗具合、双方がどこを落とし処としているのかは分からない事が多いからだ。しかし先週の週末段階ではそうした見方があり、ユーロは従来の1ユーロ=1ドルの方向ではなく、1ユーロ=1.1ドルの方向に向かって動いた。もっとも先週はFOMC声明直後に1.1ドルを一瞬付けている。

先週の外国為替市場はドル・円の観点で見るとそれほど大きな動きはなかったように見えるが、ユーロ・ドルの観点で見ると“パニック”という言葉を使っておかしくないほど大きかった。いずれにせよ先週末の各市場の相場動向を見ると、株、商品、債券、ドル以外の通貨などなどが「軒並み上昇」となっていて、それはもっぱら「FRBの利上げは実にゆっくりした物になる」との観測の高まりを背景としている。FRB自身が発表しているいわゆる「dot plot」にそれは明らかだった。

### 《 IMF to co-operate with China-led AIIB bank 》

先週は日銀の政策決定会合も開かれ「(黒田日銀発足から)2年で2%の物価目標」が実際的には未達になったことに記者の質問が重なりました。それに対する黒田さんの回答は、「原油価格の大幅な、予想外の低下があったので未達になっているが、全体的な状況は改善しており、目標に向かっている」との答えだったように思う。しかし「なににながあったので」と言うのは「それが予測できていなかった」と言うこと認めたことだ。それだったら「次第にエネルギー価格は戻る」という予想の正当性も問われると筆者は思う。世界中の中央銀行が「2%前後の物価上昇目標」を持っていて、日銀もその一つですが、「そのことの正当性」を考える時期に来ていると思う。

先週から状況が大きく変わったのは、中国が提唱するA I I B (アジア・インフラ投資銀行)に対する賛同が広がったことでしょうか。イギリスに続いて、フランス、ドイツ、イタリアが参加を表明。この週末に読んだBBCのニュースには「Lagarde says IMF to co-operate with China-led AIIB bank」という記事があって、今のIMFの指導部もA I I Bとの協力を明言しているし、ラガルド専務理事は「(アメリカが主導する)世界銀行も協力するだろう」と述べている。

実は日本政府部内でも「A I I B参加論」があるようだが、アメリカ政府は公式には「ガバナンス、融資基準に問題がある」と批判的で、先週も指摘した通りアメリカには「欧州

への失望」が広がっていると思われる。これが直ちに「ユーロ相場」に響くとは思えないが、「欧州は今苦しいのだからユーロ安を許容しよう」という気持ちがアメリカサイドで弱くなる効果を持つことは明らかである。イエレン議長の「上昇するドル相場への不安」は、ドル・円が今後も上値を迫いたがるにしても、その頭も抑える役割を果たすと筆者は考える。

世界的に証券価格の上昇が続いている。しかし債券相場に関しては欧州でマイナスの利回りとなるものも多くなる中でこの週末にはバブルを懸念する声が強まっているように思う。この週末にはFTに「Global fund managers warn of a bond bubble」という記事があった。今の債券相場は原油安、世界的な成長力の鈍化などを背景とするインフレ圧力の後退があるにせよ、かなりの部分「中銀という揺るぎなき買い手がむちゃな購入を続けている」という事情がある。懸念は当たっている面があると思う。

今週が日本の株式市場にとって特殊なのは、3月や9月が決算期の日本の企業の権利付き最終売買日に当たること。よってそれを目指した買いが入りやすい。その後は権利落ちの分は当然調整するが、新年度入りが目前に迫っていわゆる「鯨の買い」がどうなるかなど、日本の株式市場も興味深い局面を迎える。今週の経済指標に関しては、当然ながらアメリカの物価状況に関しては市場の関心が高い。アメリカでは失業率が順調に下がる中で、インフレ率がFRBの政策決定の最大ファクターになったからだ。

なおこの週末の新聞記事で中国経済に関して的を射ていると思えた記事は、日経にあった「日が暮れて道なお遠し中国経済」が面白かった。シチズン時計の中国工場閉鎖に関連した編集委員の後藤康浩さんの考察。なおFOMCの経済見通しは、このサイトにあります。

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtab120150318.pdf>

このURLの最後を「fomcprojtab120141217.pdf」に替えれば12月時点のFOMCの予想を見ることが出来ます。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- |             |               |
|-------------|---------------|
| 03月23日（月曜日） | 2月パソコン国内出荷実績  |
|             | 2月スーパー売上高     |
|             | シンガポール2月消費者物価 |
|             | 米2月中古住宅販売     |
| 03月24日（火曜日） | 3月中国製造業PMI速報値 |
|             | 仏3月PMI速報値     |
|             | 独3月PMI速報値     |
|             | ユーロ圏3月PMI速報値  |
|             | 英2月消費者物価      |
|             | 米2月消費者物価      |
|             | 米3月PMI速報値     |

	米 2 月一戸建て住宅販売
	米 1 月 FHFA 住宅市場指数
0 3 月 2 5 日 (水曜日)	2 月企業向けサービス価格指数
	23 日時点の給油所の石油製品価格
	2 月外食売上高
	2 月自動車各社の生産・販売実績
	独 Ifo 企業景況感指数
	米 2 月耐久財受注
	休場=ギリシャ
0 3 月 2 6 日 (木曜日)	シンガポール 1 月鉱工業生産
	フィリピン中銀の金融政策決定会合
	南アフリカ中銀が政策金利を発表
0 3 月 2 7 日 (金曜日)	2 月全国・3 月都区部消費者物価
	2 月失業率・有効求人倍率
	2 月家計調査
	2 月商業動態統計
	英 2 月小売売上高
	米 10~12 月期 GDP 確定値
	米 3 月ミシガン大学消費者態度指数確報値
	ブラジル 10~12 月期 GDP

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。まずまずの天気です。外に出かけられた人も多かったのではないのでしょうか。私は長野県と山梨県に足を伸ばしました。道すがら「春だな」と思う景色にあちこちで出会いました。もっとも山の上は雪も残って寒かった。日本列島は東西南北に長く、そして上にも伸びている。

-----

今週はいよいよ染井吉野の開花が予想される週ですか。それは良いことなのですが、先週皇居を回っていて「桜やその他の花もそうですが、いろいろな楽しみ方がある筈だ」と思いつきました。よく「今年はお花見されました？」とか言うじゃないですか。前提は「毎年春に1回、満開の染井吉野を...」ということでしょう。でも思ったのです。「それは違う」と。「二日にいっぺんくらいは同じ場所を繰り返し歩き、各種の桜の木の日々の変化を楽しむのが花見ではないか」と。

というのも、いつも皇居とか大阪城周りを回っていると、ほんの数日のサイクルで「桜の木の状態」「つぼみの変化」が生じていると分かる。「その変化を見ることこそが花見」ではないか、と。つまりその時限りで平面的に花を楽しむのも良いが、「花の変化そのものを見る」時系列的な花見です。変化を頭に刻む。それこそが楽しい、と。特にこれからは、

毎日行っても花は状態を変えている。例えば千鳥ヶ淵（緑道）の修禅寺桜はもう終わりで葉桜状態ですが、竹橋近くの緋寒桜は今は最高です。濃いピンク。乾門に向かう途中の交番横の大寒桜も今が一番ですが、こちらは淡いピンク。この二つの「寒桜」は、時期は一緒ですが、色が全然違う。

皇居の外周にある北の丸公園に行くと、緋寒桜や河津桜（ともに今が見頃）の直ぐそばに木蓮が綺麗に咲いている。木蓮は数日前はまだ兆しぐらいでしたが、今日は六分咲きぐらいで、この時期ピンク系の花ばかりでありあまり白い花がない時期には、「逸品」に見える。逆に今は関東の染井吉野は兆しぐらいしかない。千鳥ヶ淵も靖国神社も。ただしつぼみは徐々に大きくなっている。予測会社の一つは「25日が開花」と予想しているようですが、多分それは靖国神社入って右の標準木でしょう。

それ以前でも、例えば外務省の内幸町寄りとか、かなり早めに咲く染井吉野も多い。染井吉野が終われば八重桜です。私は弁慶橋を入った清水谷公園の前の道路の両側の八重が揃っていて好きですが、多種の八重桜を見ようと思ったら、大阪の造幣局の庭が良い。桜が終われば桃で、大阪城には「桃園」がちょっとお堀の外側にある。

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。》