

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2300号 2016年03月14日（月曜日）

《 BOJ and FED meetings 》

先週の ECB に続き、今週は日本とアメリカで金融政策決定会合が開かれる。「過去に記憶にない」と市場関係者に言わせしめた程の相場乱高下（特にユーロ・ドル相場の）も、金曜日には大きく沈静化して週末の VIX 指数は 16.50 での引け。その経緯は後ほど記録に残すとして、「中銀が何か決定すると、相場が政策の望む方向に傾くのではなく、とにかく一度は大きく乱高下する」という事態の連続は、金融政策に対するマーケットの疑心暗鬼の強さを感じさせる。政策の効果、行く付く先、その出口戦略などに対する疑心暗鬼だ。

今週の日米の金融政策決定会合に関しては、「政策変更」が事前に予想された ECB 会合とは違って大方が「今回は変更なし」との見方が強い。最近打ち出した政策の効果を見極める時期との判断が大勢を占める。せつかく週末までに落ち着いたマーケットを、ここで再びかき乱したくないとの思いも、中銀サイドには生ずるだろう。

15、16 日の FOMC に関しては日曜日の FT に「Economists expect Federal Reserve to leave rates unchanged」という記事があって、これが非常に面白い調査をしている。「トップのエコノミスト 53 人に聞きました」という内容で、質問内容は「次回以降のどの FOMC で利上げがあると思うか」「年内の FOMC の利上げ幅は何ベースポイントか」「来年アメリカがテクニカルに言うところのリセッション（2・四半期連続のマイナス成長）に陥る可能性は」「今後一年に FOMC がマイナス金利政策を発動する可能性は」「マイナス金利政策がアメリカでの良い政策となり得る環境の発生はあるか」「今後一年にアメリカのインフレ率は FRB の 2% 目標を上回るか」の六つ。

今年に入って暫くして、「アメリカ経済は案外弱い」「アメリカがリセッション入りする可能性は高い」との見方を多くのエコノミストが強めた時期があった。それに比べると、雇用統計など経済指標の上向きもあって弱気論は弱まった。それを受けて FT の調査では「年内にあと 2 回、50 ベースポイントの利上げがある」との見方が 60% を占めている。「一回、25 ベースポイント」派は 25%。ではいつ FOMC は利上げするのかについては、70% を超えるエコノミストが 6 月と答えている。つまり「今回の FOMC では利上げはない」との見方だ。「6 月利上げ説」に続くのは 9 月（10% 強）で、それに 5% 未満の「今年 3 月説」「今年の遅い時期説」が続き、それにごく少なく「4 月説」「7 月説」「今年 12 月説」がある。もっとも「利下げ説」もごく僅か存在する。

アメリカの来年のリセッション入りに関しては、「10%以上、20%未満」の人が一番多くて40%強、続くのは「20%以上、30%未満」で30数%。「50%以上だ」という人は5%未満で、つまり「アメリカが来年リセッションに入る」と見ているエコノミストが大幅に減ったことが分かる。2月の雇用統計が非常に強かったことが影響している可能性がある。「今後一年の間にFOMCはマイナス金利政策を発動する可能性は」に関しては、「10%未満」が60%強で圧倒的に多く、「10%以上、20%未満」も35%ほど。つまり大部分のエコノミストはアメリカのリセッション入りはないと見なし、よってアメリカのマイナス金利もない、とみている。ただしマイナス金利に関しては、「50%以上」と答えた人も僅かだがいる。

この調査が面白いのは、今のアメリカ経済に対するエコノミストの見方の中間値を見られる点だ。それは「アメリカ経済は一時心配されたほど弱くはない。しかしFRBが希望しているかもしれない年4回の利上げは無理だ」というものだ。恐らくこの「アメリカ経済のまずまず成長説」こそが、最近のアメリカの株式市場の底堅い動きに繋がっている。

先週末のニューヨークの株価をダウで見ると17213.31。過去一ヶ月の動きをチャートで見るとしっかりと上向きに展開している。「リセッションも予想せず、かといって足早な利上げも予想せず」だから、株式市場に徐々に資金が戻るのは頷ける。恐らく今週のFOMCはこの状態を「好ましくない」とは見えていないだろう。ということは、今回FOMCは市場を揺さぶらないと考えるのが自然だ。FRBは恐らく「3月も利上げ出来る」と判断できるような材料も、自信もない。ということは、ドルには上昇圧力は生じない、ということだ。

対して日本の今週の金融政策決定会合。前回の突然のマイナス金利導入が2月一ヶ月間というものの市場を混乱に巻き込んだあとだけに、メジャーな措置の再導入はないだろう。しかしもしかしたら金融市場のワーキングをスムーズにするマイナーな措置の導入はあるかも知れない。恐らく政策を発動した日銀にしても、「そこまでは予想できなかった」と思われる事態は発生していると思えるし、マーケットの見方にも混乱がみられるので、それを「若干の手直し」の対象とする可能性がある。

前回も述べたが、量とタイミングがすべてだった当初2発のバズーカは、言ってみれば「予想通りの効果」を上げた。しかし「体系」としての金利に対する直近のバズーカは、環境の悪さもあつたが予期された効果は生まれていない。「体系」の基礎の部分に対する措置（バズーカ？）ただただに影響は大きかったし、長引いた。予期された政策効果は「円高阻止」「むしろ円安」と「株価の維持・期待的には上昇持続」だった。しかし週末の日経平均は16938.87で、この一ヶ月ほど日経平均とニューヨーク・ダウ工業株30種の絶対値が極めてニアミスして動いていた中では「日経平均の劣後」という形になっている。円はむしろ上昇した。

《 could be the ECB's last 》

簡単に先週ECBが発表した一連の緩和策を振り返っておく。予想を上回る一挙3発の緩和策の動員で、発表を見たときには「そんなに一気に使って大丈夫か」と感じた。12月の

前回緩和策への市場の低評価に懲りたとも受け取れるし、日銀の「バズーカ方式」を慎重な ECB も採用かとも思えるものであり、また ECB が判断する欧州の経済情勢がそれだけ厳しいと理解できるものだった。3発とは

1. 金利的措置。現在の年 0.3% のマイナス金利（手数料 民間銀行の中銀への預金に適用）を拡大してマイナス 0.4% として 16 日から実施する。と同時に、政策金利（refinancing rate）を従来の 0.05% から 0.00% にしてゼロ金利政策を実施し、また商業銀行が ECB から翌日物借り入れに適用される金利（marginal lending rate）については、0.3% から 0.25% に引き下げる
2. 量的金融緩和の規模を拡大し、従来の月額 600 億ユーロから 800 億ユーロに拡大する
3. マイナス金利がもたらす域内の金融機関への打撃を緩和するため、期間 4 年の中銀貸し出し制度を創設

というもの。ECB が何らかの緩和策を打ち出すとの見方は多かったが、ここまで予想する向きはなかった。言ってみれば「一挙投入」と言えるもので、特に政策金利のゼロへの引き下げと新たな民間金融機関に対する融資制度は予想外だった。加えて量的金融緩和の規模も「まずは 700 億ユーロへの拡大ではないか」との見方が強かったが、一気に月額 200 億ユーロ拡大した。それだけ拡大すると買える国債が希薄になるので、ECB は一定適格の社債まで購入するとの方針を明らかにした。これも予想外だった。

欧州の情勢が厳しいのは明らかだ。EU 統計局が発表した 2 月のユーロ圏の消費者物価指数（速報値）は、前年同月比で 0.2% 低下だった。物価上昇率がマイナスになったのは 2015 年 9 月以来。5 カ月ぶりだ。ECB の思い切った金融緩和策に、原油安で低迷する欧州の景気と物価をてこ入れする狙いがあるのは明らかだが、驚きなのは「そこまでの緩和措置を、ドイツなど今までも ECB による緩和策に消極的だった国がよく受け入れた」という点。しかしやはり軋轢はあったようで、その後も融資制度を巡って北と南の民間銀行の間では大きな立場の違いが見られる。

ECB の「一挙投入型」の政策に対するマーケットの反応は、金曜日に落ち着く前に「180 度のどんでんがえし」が見られた。発表直後はユーロ安が進み欧州の株価は大きく上げた。しかし「ドラギ総裁のある一言」で市場関係者も驚くほどの速さでユーロは急騰し、欧州の株価は下げた。多分ドラギ ECB 総裁もこの動きには驚愕し、そして落胆したに違いない。ECB の予想を上回る規模の緩和策を受けてユーロは一時 1 ユーロ = 1.082 ドルまで急落した。緩和の一つの効果は通貨安で、それにより輸出が振興され、かつ輸入物価の上昇によって物価全体が押し上げ圧力が生ずる。そこまでは良かった。確かドイツの株価 DAX は 300 ポイント近く上がって、10000 にあと少しに接近した。

しかしその後ユーロは 1.12 ドルまで急騰した。DAX は 10000 ポイントから大きく離れ、一時は 9500 を下回った。その後反発したが、週末の指数は「10000 にニアミス」とはなっていない。何があったのか。「this deeper cut into negative territory could be the ECB's last」と総裁が言ったため。つまり「今回が最後になり得る」と。それをマーケットは「これ以上の緩和なしなら、ユーロは買い....」という判断をした。

実際に記者会見でドラギ総裁が語った言葉として CNBC には「Rates will stay low, very low for a long period of time and well past the horizon of our purchases. From today's perspective and taking into account the support of our measures to growth and inflation, we don't anticipate that it will be necessary to reduce rates further. Of course, new facts can change the situation and the outlook.」とある。

ドラギ総裁としては不本意だったと思う。「これだけ緩和措置を一挙投入したのだから、効果を待ちたい。その間は新たな金利引き下げは必要ない」と自信（今回の措置に対する）を示したのに、それが逆に出た。「新しい事態が生じたら、緩和状況と見通しは変わりうる」（new facts can change the situation and the outlook）とも言って、「新たな緩和の可能性を臭わせたのに」というわけだ。

しかしヘッドラインだけで動く金融市場がドラギ総裁や ECB の思いを瞬時に共有するわけもない。これは日銀のマイナス金利導入に対するマーケットの反応にも言える。マーケットが複雑に入り組んだパッケージとしての「緩和策」の全貌を理解するのは、マーケットに携わっている人が中味の精査を改めてする夕方以降だ。つまりマーケットが終わってから。しかしその前にマーケットは大きく動き、それを前提に次の相場が形成される。「damage has been done」となる。

《 lack of confidence 》

指摘しておきたいのは、マーケットには最近の中央銀行の措置全般に対する「確信の欠如」があるということだ。これは日銀のマイナス金利導入の時も言えたが、「一見強力に見える中銀（ECB や日銀）の一挙投入の緩和策に関しても、実はマーケットにはその効果に対する確信がなかった」ということだと思う。バズーカの中味が見透かされていた、いや少なくとも疑心暗鬼にならざるを得なかったとも言える。

筆者が驚いたのは、ECB 理事会後の記者会見でドラギ総裁が 2018 年までのインフレ見通しを明らかにしたときだ。総裁は今年の EU のインフレ見通しを「0.1%」、来年を「1.3%」、2018 年を「1.6%」とした。周知の通り ECB の物価目標は 2% だ。つまり 2018 年になってもその目標に達しないと総裁は見ていることになる。「最近の原油価格の下落」が背景にあるにしても、これだけの一挙投入にしても中央銀行は自らの物価上昇目標を達成できないとみている。それが明らかになった。

ドラギさんとしては緩和策として強化し、12 月の緩和が「小出し」と言われて失敗した後だけに「今回は」と思って出した政策だが、結果的には「今回もこけた」という形で終わっ

た。これは落胆以外のなにものでもない。もっとも金利に関する政策は「じわりと効く」わけだから、今後徐々に効果が出てくるかも知れない。先週末の市場の落ち着きは、マーケットが ECB の意図をしっかりと受け止めた一つの兆しかも知れない。

しかしこれまでを振り返ると、マイナス金利を中心とする今までの ECB の緩和策は、「企業の資金需要を刺激する」という本来の狙いにおいて大きな実績を残してはいない。刺激されたのは個人の住宅ローン。つまり個人に借金を背負させた面が強い。それは将来に禍根を残すのではないかと筆者は思う。なにかあって住宅価格が大幅下落したら、消費者は膨大な借金を背負う。スウェーデンなどの住宅価格は「バブルではないか」と言われるほど上がっている。懸念はないのか。

一つ言えるのは日銀の政策発表とその後のマーケットでも感じたのだが、「中央銀行だけで今の世界経済を支えるのは無理になってきている」ということだと思う。緩和策だけに頼ってはいけない。それは最近の上海 G20 でも見られた考え方だが、相変わらず先進各国は「中銀任せ」で財政に余裕のあるドイツにしても動く兆しも見せていない。肝心のショイブレ・ドイツ蔵相が「万策尽きた」と言っているとあれば、期待も出来ないということだ。しかし筆者は先進国経済を中銀だけで支えるのは無理で、問題だらけだ。恐らく日本でも、マイナス金利政策だけでは景気の浮揚、デフレ脱却は無理だろう。必要なのは「技術革新を背景とする新種需要創造」「規制改革による需要創造、企業のやる気刺激」「財政政策の機動的発動による包括的な経済政策」だと思う。

これらが揃って初めて企業の先行きに対する強気が生まれ、資金需要が生ずる。今の世界では中銀は「資金が流れ始めた」「政策はうまくいっている」と繰り返しているが、政策の有効性に対する疑念が強く残る。今朝のウォール・ストリート・ジャーナルには「ECB's Cheap Loans Highlight Rift Among Europe's Banks」とあって、ECB の新しい融資制度を巡っても欧州の北の銀行と南の銀行の間で軋轢が生じている、と報じている。

《 declining world trade 》

筆者が最近気になっている問題としては、世界貿易の減少傾向がある。先週 BBC のサイトを見ていたら、「IMF says world is at risk of 'economic derailment'」という記事があった。ワシントンで開かれた会合で IMF ナンバー 2 のデービッド・リプトン氏が「"The IMF's latest reading of the global economy shows once again a weakening baseline," he said. "We are clearly at a delicate juncture."」と述べたという。「juncture」というのは多分「危機を孕む転機」という意味。

何を言っているかということ、世界的な貿易の不調。というより減少傾向。中国の 2 月の貿易統計を受けた発言で、つまり各国の輸出が減っていると言うことは「世界的な需要の減退」という事態を想定させる。確かに今の世界貿易は「縮小トレンド」になっている。リプトン氏はそれを「'economic derailment'」という単語を使っている。「経済の脱線」と言っても良いかも知れない。

日本の2月の貿易統計はまだ出ていない。今週17日に発表になる。この文章を書いている時点ではまだ上中旬まで。それによると、同月の日本の輸出は2.8%の減少にとどまっているが、輸入は18.7%も減少している。昨年同期比。何か特殊要因があるのかもしれないが、全体的に言えることは内需が弱い、ということ。2月全体の統計を発表している中韓の数字はすこぶる弱い。特にIMFのリプトン氏も指摘しているが、中国税関総署が8日発表した2月の輸出額（ドルベース）が前年同月比で25.4%減少したことは、ちょっと衝撃的だった。ニューヨークの株価が落ちる一因になったのも分かる。

2月の輸出の減少幅は、1月の11.4%から大きく拡大。輸入も13.8%減だった。輸入は中国经济の減速が響いたものとみられるが、中国の場合輸入減は「将来の輸出の減少」も予想させる。中国への輸出で食べていた国は大変だ。中国の場合、輸出と輸入を合わせた貿易総額は2月に20.8%も減少した。貿易総額のマイナスはなんと12カ月連続となった。これは中国の問題でもあるが、世界全体の問題でもある。確かに世界を見ると南米で好調な国はないし、欧州にもない。アジアでも少ない。となればアメリカに期待したいのだが、それも過度は期待薄。

一方韓国の2月の輸出額は、364億ドル（約45兆ウォン）で昨年同月より12.2%減少した。1月（マイナス18.8%）よりも減少傾向は小さくなったが、それでも3カ月連続での2桁の減少率。3カ月以上2桁のマイナスを記録したのはグローバル金融危機の真っ最中だった2009年8月（マイナス20.9%）以降6年6カ月ぶり。韓国の貿易統計を見ると、2月の輸入は290億ドルで前年同月比14.6%減少した。

言えるのは世界的に需要不足ということだ。ブラジル、ベネズエラなど経済が行き詰まっている国が多い上に、今まで潤沢にお金を使ってきた産油国も今は非常に苦しい。先進国の景気にも概ね強さはない。加えて世界各国の財政収支は総じて悪い。サウジでさえ静かに支出削減を行っている。金融は世界的に緩和だが、肝心の需要は生まれていない。世界の貿易が減少傾向になるのには事情がある。しかしこの傾向の持続は問題だ。世界経済が縮小均衡に向かう危険性もある。静かに進行しているが、リプトン氏が言う通り「微妙な危機を孕んだ分かれ道」であるのかもしれない。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|---|
| 03月14日（月曜日） | 1月機械受注
日本の金融政策決定会合（～15）
インド2月消費者物価・卸売物価
ユーロ圏1月鉱工業生産
シリア和平の実質協議再開
休場＝ギリシャ |
| 03月15日（火曜日） | オーストラリア中銀政策理事会の議事要旨
金融政策決定会合の結果発表 |

1 月第 3 次産業活動指数
黒田日銀総裁会見
米 2 月小売売上高
米 3 月ニューヨーク連銀景気指数
米 2 月卸売物価
米 1 月企業在庫
米 3 月 NAHB 住宅市場指数
米 FOMC (～16)
米大統領選 民主 5 州 共和 6 州・地域で予備選・党
員集会

0 3 月 1 6 日 (水曜日)

1 月対米証券投資
14 日時点の給油所の石油製品価格
2 月訪日外国人客数
春季労使交渉の集中回答日
中国の全国人民代表大会 (全人代) が閉幕
英 11～1 月失業率
米 2 月消費者物価
米 2 月住宅着工
米 2 月鉱工業生産
米 FOMC の結果発表
米 FRB のイエレン議長が会見

0 3 月 1 7 日 (木曜日)

米 2 月半導体製造装置 BB レシオ
2 月貿易統計
ニュージーランド 10～12 月期 GDP
オーストラリア 2 月雇用統計
スイス中銀が政策金利を発表
ユーロ圏 1 月貿易収支
南アフリカ中銀が政策金利を発表
英中銀金融政策委の結果と議事要旨発表
EU 首脳会議(～18 ブリュッセル)

0 3 月 1 8 日 (金曜日)

米 3 月フィラデルフィア連銀製造業景気指数
米 2 月コンファレンスボード景気先行指数
金融政策決定会合の議事要旨 (1/28・29 分 8:50)
2 月粗鋼生産
2 月百貨店売上高
中国 2 月主要 70 都市の新築住宅価格動向

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。とつても寒い土日でした。冬が戻ったような。しかし皇居端、具体的には靖国神社や千鳥ヶ淵（緑道を含めて）を歩くと桜の木にやや膨らんだ、そして赤と緑が目立つつぼみの存在に気がつく週末でした。「もうすぐ咲けますよ」と主張しているように見えた。今年は去年よりまた数日開花が早いそうで、早いことが良い事かどうかは別にして楽しみではあります。

- - - - -

注目されていたドイツの三つの州での地方選挙については結果が日本時間の今朝までにほぼ出てきていて、FTは「Angela Merkel suffers dramatic setback in regional elections」と伝えている。どのくらいドラマティックかという、「ドイツのための選択肢」(Alternative for Germany=AfD) と呼ばれる移民排斥政党が三つの州全てで予想以上の得票率を記録した。同党が以前から活発に活動して支持が高い東部 Saxony-Anhalt 州では24%の得票率を記録したという。これは戦後のドイツでは例が無い高いレベル。同州に比べれば豊かな残る二つの州である Baden-Wuerttemberg と Rheinland-Palatinate でも、AfDはそれぞれ15%、12%の得票率になったとFTは伝えている。

今回の三つの州の選挙結果で、メルケルさんが直ちに辞任に追い込まれるようなことにはならないと思われている。まだ国政レベルの選挙ではないためだが、与党のCDUの中でも、移民推進政策の先頭に立っていたメルケル首相に対する支持は低下していると伝えられるし、直近のトルコとの合意でも先頭に立ったメルケル首相に対しては、常にともに歩んできたオランダ・フランス大統領からも内容に関して懸念の声が出ているとも言われる。

欧州の分裂が言われるが、今後はドイツの先行きについても大きな不安定要因が出てきたと言える。もっともアメリカの大統領選でもトランプ候補の集会在荒れるなど問題含みだが……。マーケットはこうした不安に対して耐性を備えつつあるようにも見える。それは心強い。

それでは皆様には良い一週間をお過ごし下さい。

《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。》