

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2314号 2016年06月20日（月曜日）

《 Remain or Leave 》

先週一週間を通じて、すべての人の頭の中にあったのは、「イギリスはどちらを選択するのだろうか」でした。マーケットに携わる人々の頭にも、そして先週当面の金融政策を決めた日本とアメリカの金融当局者の頭にも、常にそれがあった。そして「やはり決まるまでは動けない」が結論でした。日米の金融政策決定会合がそうだった。今週も無論その疑問が残る。

23日の国民投票で「残留」が決まれば、「予測可能性」は回復する。しかし「離脱」が決まった場合には、その瞬間だけでなく「その後」のプロセス全体が不透明になる。EU の場合は「離脱手続き」は基本条約の第50条で決まっている。ギリシャで取り沙汰された「参加国のユーロ離脱」に規定がないのとは違う。50条は「加盟国は自国の憲法上の要件に従い連合からの脱退を決定できる」と定める。決定後の手続きは、離脱を希望する国が加盟国首脳で構成する欧州理事会に脱退の意思を通知することによって始まる。キャメロン首相は離脱派勝利の場合すぐに通告する意向を表明しているが、国民投票後の28、29日に開かれるEU首脳会議で伝えるかは分からない。

交渉期間として設定されているのは2年。しかし本当にそれだけで済むかは分からない。なにせ主要加盟国、しかもヨーロッパで有数の経済大国の離脱は前例がないし、それ自体が大事だ。この間にEU予算に絡む問題（拠出金の返還など）の取り扱い、お互いの貿易上の立場など離脱に伴う協定や双方の関係に関する今後の枠組みを協議する。EUのトウスク大統領は、イギリスが国民投票で「離脱」を決めた場合には、離脱そのものに関する協議に「2年」、その後の新たな英EU関係の交渉で「最低5年」はかかると見ている。離脱協議の期限延長は可能だが、それには加盟国の全会一致の承認が必要だ。

つまり重要なのは、イギリスの国民投票において「離脱」が選択された場合、極めて長い時間を要する不安定な、枠組みが定まらない期間が生ずると言うことだ。23日投票、その後の開票とその結果だけが不安なのではない。その後のプロセスそのものがマーケットの嫌がる「不安定」と「枠組み不在」の時期の始まりを意味する。

イギリスとEUの新たな関係の見本になるかもしれないと取り上げられるのがノルウェーやスイス、それにカナダとの関係。ノルウェーはアイスランドなどとEU非加盟の欧州諸国でつくる「欧州経済領域」(EEA)に所属している。これは欧州自由貿易連合(EFTA)加盟国が欧州連合(EU)に加盟することなくEUの単一市場に参加することができるように、1994年1月1日にEFTAとEUとの間で発効した協定に基づく枠組み。しかしスイスではEEAの参加

の是非に関して国民投票をした。結果が「ノー」だったので、スイスはEUと個々の分野について100以上の協定を締結。その結果、単一市場へのアクセスを確保している。つまりイギリスが「離脱」を決めた場合には、次にはEUとのその後の関係についてEEAにするのかスイスの歩やり方を踏襲するのか、それとも独自の枠組みを作り直すのかを決めなければならない。時間のかかるプロセスだ。

ノルウェーとスイスは同時にEUの規制のほか、EUが単一市場で重視する「人の移動の自由」を受け入れ、EUへの拠出金も支払っている。「人の自由」に関しては、イギリスは「離脱」を選んだ場合どうするのだろうか。なぜなら今回の国民投票の争点の一つだからだ。またイギリスの場合、ロンドンのシティがあるが故に、EUの通貨・金融に関する機関はロンドンに置いているケースがある。「離脱」となればそれらは欧大陸のどこかの都市に移ることになる。そのプロセスも決めなければならない。

カナダとEUの自由貿易協定(FTA)を、イギリスのEU離脱モデルに想定する意見も出ている。しかしFTA交渉が成立すれば、関税関係において「残留」に近い貿易上の地位をイギリスは対EUで確保出来るかも知れない。しかし過去の例を見るとFTA交渉には長い時間がかかる。貿易に関してFTA協定を結べなければ、WTO(世界貿易機関)のルールが適用されることになるが、これだとイギリス、EUの双方にとって関税が上がるのは必至だ。

通常一般の人々の離婚手続きも簡単にはいかない。双方の主張がぶつかり、双方が疲労困憊するまで続き、感情の高まりが生じ、複雑な取り決め・手続きが必要だ。それと同様に、イギリスのEU離脱には、複雑な手続きとお互いの譲歩が必要だが、その間はずっと世界のマーケットは「新しい枠組み」を不安に見つめ続けなければならないことになる。その手続きだけで2020年、ないしそれ以上かかるとの見方がある。思わぬ資金の移動も起きるだろう。市場にとってのどてつもない「予測不可能性」の発生だ。

《 Death to traitors, freedom for Britain ... ? 》

先週のイギリスでは「国民投票」結果に影響を与えるであろう重要で、かつ悲惨な事件が起きた。EU残留派として活発に活動していた労働党の女性下院議員ジョー・コックス氏(41)がイングランド北部にある自分の選挙区の路上で殺害された。いろいろな証言があるが、実際に何が起こったのか、そして男が何故襲ったのかについては諸説あってまだ分からない。地元警察によれば、襲ったのはTommy Mairという右翼思想にかぶれた52歳の地元の男で、銃と刃物を使って殺害に及ぶ中で「Britain first」「put Britain first」などと叫んだという。既に始まった裁判でも人定質問に対して名前を答えず、「Death to traitors, freedom for Britain」(裏切り者に死を、イギリスに自由を)と語ったという。強い、かつ確信的な敵意・殺意が感じられる。

この事件を受けて「残留派」(the Remain camp)と離脱派(the Leave camp)は、直ちに国民投票に向けたキャンペーンを事件発生直後から土曜日まで3日間に渡って中止した。運動は日曜日に静かに再開されたが、筆者は「対立を煽ったイギリスのトップ政治家にも責

任の一端があるのかもしれない」と思った。事件故に、イギリス国民はこの国論を二分している問題に冷静に取り組む切っ掛けを掴んだと言える。非常に残念なことだが。

マーケットの事件に対する読みは「これで残留派への同情が集まるし、国民は冷静になればなるほど“残留”に腹を決めるのではないか」というものだった。それ故にこの事件を受けた週末控えの市場ではポンドとユーロへの買い戻しが入った。直近数日間の世論調査では残留派が力を取り戻しつつある。先週の半ばまでは「離脱派」に勢いがあったが、今週は「残留派優位」との判断で始まるかも知れない。しかし投票はフタを開けなければ分からない。コックス事件を上回る何らかの事件が投票直前に起きる可能性もある。FTの「世論調査の平均値」は、残留派44%、離脱派44%で全くの拮抗だ。いずれにせよイギリスの国民投票結果が出るのは日本時間の今週の金曜日の朝か昼にかけてだ。

このイギリス国民投票を控えて日米の金融当局が決めたのは、「政策据え置き」でした。日米を比較してみて「より動く可能性が高い」と思われていたのは日本銀行。円高が進んで「2%の物価上昇目標」に遠ざかっているのは誰の目にも明らかだったし、今年初めに打ち出した「マイナス金利」という金融政策は、時間の経過にも関わらず「効果未だ見えず」の状態。動くかも知れないと予想する理由はあった。

対して、アメリカのFOMCについては「多分動かない」がコンセンサスだった。なぜなら5月の同国雇用統計があまりにも悪く、加えて「何故そうなったのか」の解明が進んでいないため。理由がわかなければ動けない。「もしかしたら動くかも」と思われていた日銀が動かなかった分だけ円高が103円台まで進行して、故に日本の株価も落ちた。日経によれば、先週一週間を見ると主要国の株価の中で一番大きな下落を示したのは、日本の株価だという。

今週のマーケットは「残留派に勢い」という報道が出る度に株高、円安をトライするかも知れない。例えばイギリスが「離脱」と決めても世の中は終わるわけではない。だから「離脱」でも相場もどこかで反転するはずで、「残留」が見通せればマーケットはそれを事前にトライしようとする。しかし実際に「残留」の結論が国民投票から出てくるのかは分からない。投票日の23日まではまだ数日を残している。

今思うのはそれが「究極の民主主義」であるにしても、この問題を「国民投票にかける」ことを決めたキャメロン首相の知恵は、はたしてどうだったのかという問題だ。もしかしたら「理性的な議論」の展開を予想していたのかも知れない。しかし実際には政治家同士が「残留」「離脱」の二手に分かれて相手を激しく非難し、「相手の主張に沿った結果になると英国も終わる」「相手の言っていることは嘘だ」「英国経済に大打撃」「移民が支配する国になる」といった品のない誹謗・中傷が飛び交っていた。人々の神経は逆立っていたと思う。それは一種の激しい「宗教論争」のように見えた。

イギリスの国民投票を巡る運動は日曜日に再開し、キャメロン首相は「残留派」の立場から

“Debilitating uncertainty – perhaps for a decade until things were sorted. Higher prices, lower wages, fewer jobs, fewer opportunities for young people... How could we knowingly vote for that? I say: don’t risk it,”

と新聞に寄稿している。結局論理は同じだ。EU 参加でメリットを全く受けてこなかった多くの国民にこの脅しが効くのかどうかはまだ分からない。

私がずっと心配していたのは、アメリカのトランプ集会での不慮の事故だ。もう既に何回も暴力沙汰が起きている。親トランプ、反トランプ。激しくののしりあい、時に殴り合いを行う。もっとフェイタルな事件が起きてもおかしくない状況だ。感覚的に言えば、「政治家が品のない激しい言葉でお互いの陣営を非難すること」は、社会の雰囲気を変える。だから今年のイギリスでの EU 離脱・残留を巡る一種の「宗教論争」も、戦後のアメリカ史の中でもっとも醜悪になることが確実な米大統領選挙も、実に心配なのだ。

《 inflation compensation declined 》

日米の金融政策に関してだが、日本については全体的な手詰まりが印象的だ。円相場が日銀の望むだろう水準からかなり大きく円高になったにも関わらず、「新たな措置」が打てなかったことがそれを物語っている。黒田さんの「もし必要があれば躊躇なく行動する」という繰り返しの発言も、先週の記者会見では心なしか powerless に聞こえた。結局円は103円台の半ばまで先週は上昇した。その後「残留派」の優位見通しの中で少しは円安の方向に戻したが、依然として円高圧力は強く残る。「離脱」が決まった場合にどこまで円高に移行するのは予測できない。100円突破も十分あり得る。

アメリカの FOMC に関して最初に思ったのは、「アメリカがたった0.25%の利上げをするのに半年以上の時間がかかっている」と点だ。これは驚きであり、「経済の形が変わったのではないか」とも思える。私の記憶では、アメリカは一回利上げを始めると過去においてはどちらかと言えば「矢継ぎ早」の利上げをしてきた。もうそうではない。イエレン議長が言う。「(多分5月の雇用統計に関連して)労働市場の急な悪化を理解するのは難しい」と。これは実に素直な意見表明だ。つまりFRBも今のアメリカ経済に戸惑っている。当然政策運営は慎重になる。彼女はこうも言った。「アメリカの生産性の伸びは、長きにわたって低いままかも知れない」と。これもコナンドラムだ。

今回の決定にはいくつかの特徴が有る。予想通り「政策金利の据え置き」が決まったが、今回は全員一致だった。反対者なし。直近2回のFOMCではEsther L. George (カンザスシティ連銀総裁)が「0.25%の利上げ」を要求していた。今回は彼も利上げを求めなかった。全員一致は1月のFOMC以来。つまり認識が1月に戻ったということ。据え置きの理由は「利上げ理由が揃うのが遅れている」に尽きる。のっけから「the pace of improvement in the labor market has slowed while growth in economic activity appears to have picked

up. Although the unemployment rate has declined, job gains have diminished.」(経済活動の伸びは加速しているように見えるのに、労働市場改善のペースは鈍化した。失業率は低下したのに職の伸びは減少した)と最近3ヶ月、特に5月の非農業部門就業者数の増加幅の大幅縮小(3万8000人のみ)に触れた。

この部分の4月の声明がどうだったかという、「labor market conditions have improved further even as growth in economic activity appears to have slowed」となっていた。つまり4月と6月では、労働市場と経済活動の立ち位置が入れ替わったように見える。その後もアメリカ経済の現状認識に関しては「the drag from net exports appears to have lessened, but business fixed investment has been soft」などと強弱の材料が並ぶ。つまり「強弱入り交じっているのが今のアメリカ経済だ」という認識。これはマーケットの見方に近い。

前回と表現を変えたのはインフレに関する記述。4月は「Market-based measures of inflation compensation remain low」と「持続」を意味する remain を使っていたのに、今回は「Market-based measures of inflation compensation declined」と「低下した」という動詞を使った。つまり労働市場は悪化し、inflation compensation のマーケット指標は鈍化したとした。二つのマンデートで目標から遠ざかった。これでは利上げは出来ないし、声明から感じられるのは「7月も難しい。となると次の利上げはあっても9月だろう」ということになる。しかし9月(September 20-21*)と言えば米大統領選挙を2ヶ月以内に控えている。

としたら「もしかしたら、次の利上げは大統領選挙後の12月(December 13-14*)になるかもしれない」と思わせられる。その間には11月のFOMCがある。しかし11月のFOMCはそれこそ大統領選挙の投票日である11月08日のごく直前である「November 1-2」だから、そこで利上げがあると見るのは無理だ。

むろんイエレン議長は記者会見で「大統領選挙は考慮しない」と言っているが、「FRBは利上げするな」と言っているトランプが共和党の大統領候補だ。そんな時期に上げたらうるさい。ということは、「年内一回の利上げの可能性」が高まっている。

通常大統領選挙の前に利上げするには、「それなりきの十分な理由」が必要だ。しかし今のアメリカ経済のまだら模様の中では、それを見いだすのはなかなか難しい。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|-------------------------|
| 06月20日(月曜日) | 5月貿易統計 |
| | 5月白物家電国内出荷 |
| | 5月百貨店売上高 |
| | 5月コンビニ売上高 |
| | 休場=ギリシャ |
| 06月21日(火曜日) | 金融政策決定会合の議事要旨(4/27・28分) |

	5月食品スーパー売上高
	5月粗鋼生産
	5月スーパー売上高
	独6月 ZEW 景気予測指数
	米FRBのイエレン議長が上院銀行委員会で 金融政策について証言
06月22日（水曜日）	20日時点の給油所の石油製品価格 米4月FHFA住宅市場指数) 米5月中古住宅販売 米FRBのイエレン議長が下院金融サービス委員会で金融政策について証言
	休場=マレーシア
06月23日（木曜日）	フィリピン中銀が政策金利を発表 シンガポール5月消費者物価 ユーロ圏6月PMI 米6月製造業PMI 米5月コンファレンスボード景気先行指数 米5月一戸建て住宅販売 英国でEU残留の是非を問う国民投票
06月24日（金曜日）	5月企業向けサービス価格指数 シンガポール5月鉱工業生産 独6月Ifo企業景況感指数 米5月耐久財受注 米6月ミシガン大学消費者態度指数確報値

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。「梅雨は明けてしまったのか？ 東京を含めて日本各地の水瓶は大丈夫だろうか」と思うような良い天気、この天気に誘われてお出かけになった人も多かったのではないのでしょうか。でも暑かったですよね。久しぶりに「熱中症注意報」が出ていました。

なので日曜日は久しぶりに早朝高尾山登山に挑戦。「挑戦」と言っても登り1時間強、下りも同じくらいのお手軽コースですが、それでも結構山は急峻で、ちょっとした息抜きにはなる。今回は1号路を登り、稲荷山コースを下ってきました。途中ちょこちょこ寄り道して。面白かったのは、相模湖畔で熊が出没したとの報道があったせいか、大勢の登山者がいたなかで「熊避けの鈴」を付けていた人がお二人。今までは高尾山では見掛けない風景だったの

で、「警戒している人もいるんだ」「効果の有無には疑問はあるが」と思いました。私も今度もっていこうかな。

朝起きて家を出たのが5時前。車で40分ちょっと。日曜日なので「多分同好の士は多いだろう」「混む前に」と思って朝早くを選んだ。「その時間なら渋滞もないだろう」「帰りも楽」と。高尾山口駅に着いたのが午前6時前。駅の右側に大きな駐車場がある。「1日最大1000円」と。都内に比べればかなり安い。高尾山には最近たまに行く。1号路を上って4号路で帰ってきたり、6号路を登って稲荷山コースで帰ってきたり。あるときは一回登って降りて、しかし「ちょっと物足りない」と思って、もう一度別コースで上がり、そしてまた違ったコースで降りてきたこともある。

高尾山は岩を見ると海底隆起の山だと直ぐに分かる。登山道はうまく作ってあるが、山肌の傾斜を見ると「きつい山だ」と。海底隆起でよくあんな急峻な山が出来るものだと不思議だ。山肌が急峻なのはちょっと比叡山に似ている。落ちたらずっと下まで行きそう。そこを登山道はくねくね回りながら続く。とにかくミシュラン三つ星ですから。登山道も各種。稲荷山コースは尾根道、6号路は沢沿い。自然道がいっぱい。植生も面白く、とにかく植物が豊かだ。たまに登山道を横切る動物がいて楽しい。狸かな。早朝に行くと、降りてくる頃には小学生の団体とか、中国の方々とか、ドイツ人とか女性軍団とか。

毎回午前8時過ぎには下山。この午前8時というのが一つのポイントで、去年の秋に出来た「京王高尾山温泉 / 極楽湯」が楽しみ。登山の後は風呂に浸かりながら改めて「ここは極楽か.....」と。登山で汗をかいた後に温泉.....。最高でしょう。お風呂の駐車は3時間無料。京王がやっているのもしっかりしている。風呂も新しい。「炭酸泉」とか「替わり湯」とか「熱めの岩風呂」とか全部で五つくらい。それに加えてかなり大きなサウナもある。

一回はマッサージもしたのですが、男の子によると「土日はむろんですが、火曜日は何故か混むんですよ。午後2時から午後6時はこのお風呂も混みます...」と。ロッカーに「紐に注意」と。確かに今の登山用各種バッグには確かに紐が多いのでひっかかるのかもしれない。高尾山登山がどのくらいのエネルギー消費量になるかという、アップルウォッチで計ってちょうど皇居2周と同じでした。高尾山登山の片道は3.8キロですが、ちょっと自然道などに入って歩くと、皇居2周の10キロ超に等しくなる。

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。》