

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2443号 2019年02月04日（月曜日）

《 the month when everything worked 》

この週末に読んで「とっても面白い文章だ」と思ったのは、CNBCにあった「From the year when nothing worked in the financial markets to the month when everything did」。翻訳すれば、「金融市場で何も機能しなかった年から、全てが機能した月に」となる。「機能」とは、「ポジション（資産）を保有していてワークした」つまり、儲かったといった意味だろうか。「年」とは2018年を、「月」とは先週の木曜日に終わった2019年1月を指す。

この文章が最初に指摘しているポイントには、「The majority of financial assets ranging from lumber and crude futures to the Japanese yen and U.S. equities all rose in January」が来る。材木、原油定期から日本円や米株までが、1月には何もかも上がった」と。これを読んだだけで、「面白い。読み続けよう」という気になると同時に、「日本円や米株を材木や原油フューチャーズと一緒に考えているのが面白い」と思った。あまり日本人にはない意識だ。

見出しの「everything」が誇張であることは、ポイント1が「The majority of financial assets」と言い直していることで直ぐに分かるが、許される程度の短縮だろう。読み進んで出てくるチャートを見ると、この文章を書いた Fred Imbert さんが「financial assets」と見なす48の商品（定期商品）のうち、1月は本当に多くの商品が木材の23.59%を先頭に原油 WTI（同 20.79）、原油ブレント（15.5）、燃料油（14.27）、パラディウム（12.21）、ラッセル2000（10.27）などの順番で上げていること。上げた商品の色は緑。

対して1月に下がった金融商品（赤で表示）の筆頭が VIX で、下げ幅は25.96%に達する。その次がココアの10.35%、オレンジジュースが5.56%などと続く。下がったのは7金融商品のみ。上げと下げの分かれ目は2年債先物と5年債先物にあって、前者は0.04%の下げ、後者は0.05%の上げ。10年債、30年債と上げ幅は僅かながら拡大するので、利回りで見ると長い金利が低下したことがこれで分かる。今朝の VIX 指数は16.14。かなり低い。

実はその下に「去年一年間はどうだったのか」というチャートもあって、それを見ると2018年に突出して大幅に上昇した金融定期商品は VIX 指数で上昇幅は102.18%に達する。つまり2倍になった。その他上げたのは天然ガス（23.16%）、小麦（同 21.49）、ココア（20.67）など10商品にとどまっている。日本円は1.61%の上昇で、上昇11商品の中で上げ幅10位の小ささ。去年一年間で下げた金融商品を見ると、ガソリン RBOB（-27.3%）が先頭。下げ幅上位四つのうち原油 WTI、原油ブレントなど石油関連が三つを占める。

前置きが長くなったが、この記事の言いたいこと、聞きたいことは「“January was the snap back from a deeply oversold December,” says Nicholas Colas of DataTrek Research. “By and large ‘the last shall be first’ was January’s tagline.”」というポイント3にある。確かに今年1月の金融市場は、昨年の後半とは打って変わって「買いのムード」であり、ニューヨークを初め東京など世界の株が買い戻された。その他の金融商品もそうだった。それは確かに「the snap back from a deeply oversold December」（売られすぎた12月からの反発）だったとも考えられる。

1月のこの記事の分析によると NIKKEI225 の上げ幅は 3.98%と、ニューヨーク関連株価先物に比べると半分以下にとどまっている。それでも上げたわけで、その意味では今年1月は金融資産を有している人にとっては良い月だったと言える。

問題は「“By and large ‘the last shall be first’ was January’s tagline.”」の部分だ。「the last shall be first」は英語表現で「最初で最後」の意味とネットには書いてある。「1月は良すぎませんでしたか。今年はあと11ヶ月ありますよ……」という意味に取れる。今年1月はなぜこんなに金融商品の出来が良かったのか。「the snap back」に加えて、先週も取り上げた FRB とパウエル議長のスタンス変更があり、時に米中摩擦の先行きに楽観論も台頭した。

《 Investors will have to face a number of hurdles 》

問題は、先週金曜日から始まった今年2月からの今後11ヶ月がどうなるのかという点だ。これは日本やアメリカの株価先行きを考え、日本円の将来を考える上で重要だ。「1月だけで2019年が終わるわけではない」「2月からの11ヶ月は1月ほどうまくは行かない」と考える人も当然いる。

年間の市場動向が1月のトレンドだけで決まるのならそんなに楽なことはない。この記事が指摘するように「1月だけで2019年が終わって欲しい」と考えるのは虫の良い話で、「Investors will have to face a number of hurdles over the next 11 months, including slowing economic growth, declining year-over-year earnings growth and lingering uncertainty around U.S.-China trade relations.」という問題がある。この文章が例示している通り「経済成長の鈍化、対前年比の企業収益の下方トレンド、そして米中貿易摩擦に残る根強い不安感」など懸念材料は多い。

「経済成長の鈍化懸念」については、先週末のアメリカから「そうでもないかも知れない」というニュースが一つ。既に週末に広く報じられているように、1月の雇用統計が発表になって非農業部門の就業者数が予想を大きく上回る30万4000人の増加となった。「20万人に満たない増加にとどまる」という予想が多かっただけに、これがマーケットを動かした。各金融商品のチャートを見ると、米ドル、米株など発表時に開いていた市場に大きな波紋が広がり、ドルが買われ、アメリカの債券が売られた。

16の通貨のバスケットに対して算出されているWSJドル指数は、1月は1.1%という大幅

な下落だったが、雇用統計発表後に 0.2%上昇して 88.87 になった。この過程で、日本の円は 108 円台から 109 円台になり、今朝もその大台だ。これは統計を受けてアメリカの債券利回りが上昇したため。ウォール・ストリート・ジャーナルは指標 10 年債の金曜日引け段階の利回りは 2.69%と木曜日の 2.63%から上昇したと報じている。雇用統計対象のかなりの期間が「米政府の一部閉鎖」に入っているが、民間部門の多くが雇用を継続したことを統計は物語っている。

もっとも雇用統計のもう一つの柱である失業率は久しぶりに 4%の大台に乗った。率は家計調査に基づいているが、例えば政府から一時解雇された人がアルバイトをしても、「自分は失業状態」と回答した可能性も指摘されている。2月15日以降、壁を巡る政争がどうなるかは不明だが、筆者はあまりにも不人気の措置であるが故にトランプ大統領は「一部政府機能の再開鎖」は出来ないと考えており、もしそうだとすると米失業率は再び3%台に低下する可能性がある。

先に紹介した文章の中で「今後 11 ヶ月に残る懸念」の中から「FRB の政策運営」がファクターとして消えているのは印象的だ。昨年末までのマーケットの混乱では常にそれが最初の懸念材料だった。その環境が年初からのパウエル議長の発言で大きく変わったことは、何回も取り上げてきた。先週は今年初めての FOMC が開かれ、パウエル議長も記者会見して FRB の姿勢が鮮明になった。

FOMC 後の一連の発表は特徴的だった。いつも FOMC (3 ヶ月置きにプロジェクションを発表するとき以外) は一通の声明を出して終わるのだが、今回は 3 本出しており、重要なのは「FOMC 声明」(FRB の HP 上のタイトルは「Federal Reserve issues FOMC statement」)と、あと一つは「Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization」とタイトル付けられたもの。

前者でポイントとなる単語はパウエル議長が年初に口にした「patient」だ。当該文章を掲載すると、「the Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes.」となる。「will be patient」なので、「(FRB は) 忍耐強くなりますよ」と訳せる。この部分を「今年はまだ利上げはない」と理解する向きもあるが、これはやや行き過ぎだろう。金融政策は状況に柔軟に対応するのが当然なので、あくまでも FRB が約束しているのは「忍耐」だ。

何を忍耐できるのか。それは明らかに利上げだ。昨年最後の FOMC までは「失業率も低い、インフレ率も目標の 2%近傍まで上昇してきた」「なので徐々なる利上げが妥当」(昨年 12 月の FOMC 声明は some further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions となっていた) と言ってきた。今回の声明は、この文章をごっそり落とした。そして「我慢する」と言っている。

昨年末の段階では「2019年は年2回の利上げが必要」の意見が多数派だった。それを「我慢し、状況を見守る」とした。日本の多くの新聞はそれを「利上げの一時休止」と伝えた。しかし状況次第では「もうこのまま利上げなし」も可能性としてある。その程度の幅を見ても良いと筆者は考える。

《 is prepared to adjust any of the details 》

FOMC が公表し、私が注目したもう一つの声明のキーワードは「adjust」だ。文章としては「The Committee is prepared to adjust any of the details for completing balance sheet normalization in light of economic and financial developments.」（バランスシート計画を調整する準備あり）という形で使われている。これは利上げ計画の当面棚上げとパッケージの措置だ。今までの FRB の超金融緩和期からの離脱（出口）手順は「段階的な政策金利の引き上げ」「4兆5000億ドルにまで膨らんだ資産の縮小」が二本柱だったが、それらを「忍耐し、そして調整する」というのが今回の発表。

FRB はリーマンショック後の超金融緩和の中で、米国債など保有資産を危機以前の9000億ドルから4兆5000億ドルまで膨らませた。それを今再び縮小するプロセスにあり、18年は3800億ドル減らし、今年については国債とMBSを合わせて4500億ドルの資産削減を計画していた。そのペースを「調整する」と言っている。どのようなペースにするのか、そしてどこを着地点にするのかは明らかにしていない。しかし「調整」ということは「ペースダウンの可能性」を示唆している。

この二つの措置が何を意味するかというと、従来鮮明だった引き締め（形としては金融政策の正常化）、その継続モードを大きく転換させて、暫くは「休止」する可能性もあるということだ。資産削減に関しても、仮に3兆ドル台半ばの水準に着地地点を設定したとすると、もう既に着地点が見えるところまで来たとも言える。多分超緩和スタート時点の9000億ドルまで減らすのは今の経済・政治情勢では無理だ。その意味ではFRBはマーケットが期待する通りの動きをしたので「懸念材料から外れた」ということなのだろう。それが良いか悪いかは別にして。

もう一つの懸念材料である米中貿易摩擦に関しては、期限（3月1日）接近の中で多少の動きがある。例えば中国の穀物取扱会社が米中通商協議の翌日に、アメリカ産大豆を追加で500万トン買い付けると発表した。これはアメリカにとっては、「早速動いてくれたか」と歓迎だろう。

しかし知的財産とかハイテク覇権を巡る協議がどうなっているかは不明だ。トランプ大統領は「劇的進展は、私が習近平主席と会ったときに…」といったツイートをして、直接会談とその劇的な結末に期待を持たせているが、正式に会談日時と場所が公表されたわけではない。

一つ決まったのは、トランプ大統領が今月末のいつかにベトナムのダナンに行って北朝鮮の金正恩委員長と会うということ。その後海南島で習近平氏と会うという観測もある。し

かし壁の予算の話もあるし、そんなに長い間ワシントンに留守に出来るのかという心配もある。トランプ政権内では、「中国の地で会談」という点を心配する向きもある。しかし大統領は「私が習近平に会うまでは、劇的な進展はない」と言っているので、マーケットは恐らくもう暫く焦らされることになる。

今週の主な予定は以下の通り。

02月04日（月曜日）	1月マネタリーベース 中国春節(旧正月)休み(～10日) 米11月製造業受注
02月05日（火曜日）	10年国債入札 豪州準備銀行理事会 米1月ISM非製造業景況指数 米3年国債入札
02月06日（水曜日）	インドネシア10～12月期GDP タイ中銀金融政策決定会合 米11月貿易収支 米10年国債入札
02月07日（木曜日）	1月都心オフィス空室率 12月景気動向指数 30年国債入札 インド準備銀行金融政策決定会合 英国金融政策発表 米12月消費者信用残高 米30年国債入札 メキシコ中銀金融政策決定会合
02月08日（金曜日）	12月毎月勤労統計調査 1月景気ウォッチャー調査 オプションSQ 北朝鮮の朝鮮人民軍創建日 ブラジル1月消費者物価

今週は木曜日に悪名高くなった「毎月勤労…」統計が発表になるが、海外を見ると4日から8日は中国がまるまる春節(旧正月)の長期休暇(4～10日)に入る。この間は一部のマーケットで手控え感が強まるかもしれない。交渉期限接近の中で、米中トップ会談が実際にセットされるのかも重要だ。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。今朝の特徴は何と言っても「とっても温かいし、湿度も高い」ということ。アップルウォッチを見たら、執筆時の温度は 16 度。昨日が確か 3 度だったので、その気温差たるや驚愕です。その後北風が強くなって 8 度台まで下がったようですが、それでも温かい。日中はまた 18 度まで上がるそう。忙しい。

また最近はずっと加湿器を見ると 30% 台で、加湿前は 20% 台だったが、今朝は 40% 台に乗っている。まだ三寒四温には早いのかも知れませんが、印象としては今年の冬は寒かったので、ちょっと温かくなってくれればいいなと思っています。

- - - - -

米朝が会談場所に選んだのは、ベトナムのダナン。ダナンには 2018 年の春の連休に行きました。ハノイともホーチミンとも違った、趣のある街です。言ってみればベトナムの古都。王宮など歴史的建造物が多く残っている良い街だった。食べ物も多かった。

記憶に鮮明なのは、ダナンは海に面していて、その海岸線が非常に長くかつ遠浅だったこと。それにもう凄く暑くて大勢のベトナム人が早朝から海岸で朝の涼しい時間をおもいおもいに過ごしていたこと。あとバイクタクシーが面白かったな。また行きたい街です。

それでは皆さんには良い一週間を。

《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。》