

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2011号 2010年03月23日(火)

## 《 for an extended period 》

日米で重要な金融政策決定会合があったにもかかわらず、為替市場はユーロの多少の動揺を除けば総じて静かに推移し、今週もその傾向が続いている。日銀は「一段の金利の低下」が予感される新たな金融緩和措置を打ち出し、アメリカではFOMCの決定で「何時になるかの問題はあるが、いずれ利上げがある」と予感されたことを考えれば、もう少しドル・円も動くとも思われたがそうはならなかった。いったん円安になったあとは、むしろ円高に推移。しかしいずれにせよ、値幅は狭かった。日本の場合はもともと「新たな金利下げ余地」が少ないこと、アメリカがいずれ出口戦略に出ることは事前に予想されていたことがその背景でしょう。

日銀が下した決定は、昨年12月に導入した資金供給手段（新型オペ）を拡充するというもの。身内にもあった反対論を押さえての追加金融緩和だったが、効果としては長期金利の新たな低下期待程度。期待された円安も、対ドルでは大きく生ずることなく、高金利通貨に対して若干生じただけ。こうした中で依然として日本のデフレ圧力は強い。今の日本の景気状況では、日銀の措置によって新たな資金需要が生まれる可能性は少ない。政府が動くべき時に動けていない、やるべき事をしていないというのが日銀の政策効果を減じている面がある。

FOMCの声明は、もっぱら「金融政策の据え置き」は予想され、声明発表直前のウォール・ストリート・ジャーナル記事（Fed's Words to Be Scrutinized for Hints of Policy Change）ではないが、ワーディングが注目された。FOMCの発表声明文の全文は、以下の通り。

「Information received since the Federal Open Market Committee met in January suggests that economic activity has continued to strengthen and that the labor market is stabilizing. Household spending is expanding at a moderate rate but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Business spending on equipment and software has risen significantly. However, investment in nonresidential structures is declining, housing starts have been flat at a depressed level, and employers remain reluctant to add to payrolls. While bank lending continues to contract, financial market conditions remain supportive of economic growth. Although the pace of economic recovery is likely to

be moderate for a time, the Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability.

With substantial resource slack continuing to restrain cost pressures and longer-term inflation expectations stable, inflation is likely to be subdued for some time.

The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period. To provide support to mortgage lending and housing markets and to improve overall conditions in private credit markets, the Federal Reserve has been purchasing \$1.25 trillion of agency mortgage-backed securities and about \$175 billion of agency debt; those purchases are nearing completion, and the remaining transactions will be executed by the end of this month. The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and will employ its policy tools as necessary to promote economic recovery and price stability.

In light of improved functioning of financial markets, the Federal Reserve has been closing the special liquidity facilities that it created to support markets during the crisis. The only remaining such program, the Term Asset-Backed Securities Loan Facility, is scheduled to close on June 30 for loans backed by new-issue commercial mortgage-backed securities and on March 31 for loans backed by all other types of collateral.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; James Bullard; Elizabeth A. Duke; Donald L. Kohn; Sandra Pianalto; Eric S. Rosengren; Daniel K. Tarullo; and Kevin M. Warsh. Voting against the policy action was Thomas M. Hoenig, who believed that continuing to express the expectation of exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period was no longer warranted because it could lead to the buildup of financial imbalances and increase risks to longer-run macroeconomic and financial stability.」

筆者が1月27日発表の前回声明と比較して読んで全体的に感じたことは、「FRBは大きな一歩を踏み出したわけではない。しかし慎重さを残しながら、着実に金融政策の正常化に動いている」ということで、一番注目されたのは、「are likely to warrant exceptionally

low levels of the federal funds rate for an extended period.」という表現を維持したこと。

新聞によっては、この「for an extended period」を「長期間」と訳したが、これはちょっとニュアンスが違う。「長」の中には絶対的な期間のイメージがあるが、「for an extended period」にはそう言う絶対的なイメージはなく、過去の緩和期間に比べればその期間が延びているだろうし、今後も伸びるだろうという相対的なイメージだ。だから、「長」といってしまった場合に我々が想像する期間より短いかもしれない。次々回のFOMC（6月22～23日）くらいに0.25%程度の利上げがあっても必ずしもおかしくない表現だと思う。

### 《 the labor market is stabilizing 》

「慎重さを残しながら、着実に金融政策の正常化に動いている」と感じる部分に関しては、まずは景気認識だ。前回のFOMC声明では「the deterioration in the labor market is abating」となっていた部分を、「the labor market is stabilizing」とした。deteriorationという単語を使わなかったこと自体、FRBが雇用環境に関する認識を若干改善している証拠である。

「Business spending on equipment and software」についても、前回は「appears to be picking up」となっていたのを今回は「has risen significantly」とし、さらに前回「investment in structures is still contracting」としていた建造物への投資に関しては、「investment in nonresidential structures is declining, housing starts have been flat at a depressed level」と非住居用と住居を分けて、非住居用（商業ビル）に関しては減少しているが、住居用建物に関しては「低水準で横ばい」とした。

認識だけではなく、実際の措置でも緊急時措置の解除を行うことによってFRBは金融政策の正常化を進めようとしている。「To provide support to mortgage lending and housing markets and to improve overall conditions in private credit markets, the Federal Reserve has been purchasing \$1.25 trillion of agency mortgage-backed securities and about \$175 billion of agency debt; those purchases are nearing completion, and the remaining transactions will be executed by the end of this month.」の部分だ。これまで大規模に行ってきた住宅ローン資産担保証券(MBS)の買い取りなどについて、「are nearing completion」と「完了に近づいている」と指摘し、「残りの取引も今月末までに完了する」とした。

前回と同様、今回の決定にも不同意だったのはカンザスシティ連銀のThomas M. Hoenigで、反対理由は「for an extended period」をワーディングから撤去すべきだというもの。声明に彼の反対理由が「who believed that continuing to express the expectation of exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period was no longer warranted because it could lead to the buildup of financial imbalances and increase

risks to longer-run macroeconomic and financial stability. 」と書いてある。

今回もそうだったが、次回からのFOMC声明も「for an extended period」が残るか、落ちるのかに関心が集まりそうだ。最初のウォール・ストリート・ジャーナルの疑問、つまり「いつ短期金利であるFF金利が上がるのか」に関しては、まず先物市場の今の動きから見ると「11月には0.5%に上がる」となっている。今の0.0~0.25%という「異常に低い金利」は、2008年12月から続いている。ニューヨーク株式市場が底値を付けたのは、今から一年ちょっと前の2009年3月初め。

今後のポイントは「失業率の動き」でしょう。企業が依然として労働者の雇用に積極的ではない現状を見ると、「FF金利の引き上げはもしかしたら来年になるかもしれない」というもので、金利が上がらない、上がると予想が強まらないうちはドルの本格的上昇はまだ期待できない状態だと考えられる。

---

今週は既に始まっていますから、火曜日からの予定をお届けします。今朝飛び込んできたグーグルの決定は、長期的には中国にとって打撃になるでしょう。同国の異質性が浮き彫りになった。今後の課題は中国でグーグルの検索を求める人が迂回させられる香港との回線をどうするかですが、中国も悩むでしょうね。

今週の残る期間の予定は以下の通り。

|          |   |
|----------|---|
| 3月23日（火） | 2月全国スーパー売上高<br>2月コンビニエンス売上高<br>日経新聞電子版創刊<br>米2月中古住宅販売件数<br>米1月FHFA住宅価格指数                                |
| 3月24日（水） | 2月貿易統計<br>米2月耐久財受注<br>米2月新築住宅販売件数<br>米下院歳入委員会公聴会（中国の為替政策が米経済や世界経済に及ぼす影響調査のため）<br>独3月Ifo景況感指数<br>インド市場休場 |
| 3月25日（木） | 2月企業向けサービス価格指数<br>EU首脳会議（26日まで）<br>豪中銀金融安定報告  |
| 3月26日（金） | 3月都区部・2月全国消費者物価<br>プロ野球セ・リーグ開幕  |

## 《 have a nice week 》

連休はいかがでしたか。花粉気味なのでなるべく外に出ない生活を送っていましたが、それでもいろいろ用事があったので車で出かけました。連休中とあって渋滞が酷い。都内を移動していただけですが。それにしても、土日は風が強かった。

今から振り返ると、先週の日本のマグロ騒動は一体なんだったのか。日本の専門家の人達の見方は、「日本は負ける」で一致していた。しかし幕を開ければモナコ案はゆうゆうでの否決。空騒ぎとも言えるものだった。そもそも地中海でクロマグロを乱獲したのは、EUの沿岸漁業国（イタリア、スペインなど）だったと言われる。またI C C A Tの科学委員会が提案した漁獲モラトリアム（一時中止）をロビー活動で退けたのは、ほかならぬEU加盟国。さらに、条件付きでの禁輸を求めたEU案は「EU域内の取引継続を前提」にしているとされる。

どう見ても、EUにとって都合の良い話で、その面では「EUがクロマグロ問題で敗北を喫したのは偽善が根底にあったからだ」という英BBC放送の環境担当リチャード・ブラック記者の指摘は当たっている。環境保護団体の後押しを得た今回の提案は、EUの正当性を訴えるには一貫性を欠いていた。環境保護団体も、国内に漁業を抱えないモナコの引き込みを画策し、モナコも「クロマグロを国際取引禁止に導いた国」の称号が欲しかったのかもしれない。

日本ばかりでなく、やはり途上国も考えますよ。各国には文化に根ざした特殊な食材がある。それが希少になってきたときに、その食材を食べない国が「絶滅する」と確かな科学的根拠もなしに主張するのを許したら、それは将来に禍根を残すでしょう。韓国の人達は食用の犬を食べる。中国はフカヒレだ。

しかし私はいつも思うのですが、日本はマグロと鯛を他の魚の中で抜きん出た存在と考えすぎると思う。確かに優れた食材だが、他の魚だって調理方法を工夫すればおいしく食べられる。そういう魚はいっぱいある。江戸時代などはむしろ鰹が貴重品だった。特に初鰹。だからやはり世界で獲れるマグロの8割を日本人が食べていると聞くと、「そりゃやり過ぎだろう」と思うわけです。もっと地で獲れるいろいろな魚を、いろいろな形で調理して食べた方がよい。私は個人的には、マグロは赤身の漬けくらいですかね。サンマの方がよほどおいしいと思うことがある。寿司でも。

まあこれは個人の趣味でしょうが、「今回は勝ったから良い」ではなく、もっと食材を豊かにする方法を考えた方がよいと思っていて、例えば琵琶湖のモロコなんて丁寧にタレを付けて何回も焼きを入れると本当においしくなる。昔大阪では雑魚として捨てていたようですが。それはあまりにももったいない。

それでは、皆様には良い残りの一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、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。》