

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2329号 2016年10月17日（月曜日）

《 high-pressure economy 》

金曜日にイエレン議長がボストンで行った「Macroeconomic Research After the Crisis」と題する講演録を読みながら、同議長も今後の金融政策の運営方針と実際の動き方について「相当悩んでおられるな」と思いました。そして恐らくその事情は他の先進国の中央銀行であっても同じなのではないか、と。

「Extreme economic events have often challenged existing views of how the economy works and exposed shortcomings in the collective knowledge of economists.」（危機と呼べるような極端な経済の出来事は、しばしば経済のワーキングに関する既存の見解に挑戦状を叩き付ける結果となり、エコノミストの集合知の欠陥を暴いた）という一文で始まるこの講演で筆者が一番面白いと思ったのは、彼女が「high-pressure economy」という考え方を提示していること。

比較的早い段階の「If we assume that hysteresis is in fact present to some degree after deep recessions, the natural next question is to ask whether it might be possible to reverse these adverse supply-side effects by temporarily running a "high-pressure economy," with robust aggregate demand and a tight labor market.」という文章の中で出てくる。

むろんこの考え方は「現下の金融政策運営方針」とは別枠で彼女が「一つの考え方として検証されるべきだ」として持ち出しているものだが、「それを許しても良いのでは」という流れの中で出てくるので、マーケットに対するインプリケーションとしては dovish と理解されて長期金利は上昇した。今の市場では「12月の利上げの確率65%」との見方が強いようだが、最近における指標の出方は常にその確率を微妙に上下させていて、マーケットの見方は定まっていない。そうした中で出た彼女の今回の講演の中味は、非常に興味深いものだった。（全文はFRBのサイトでお読み下さい）

「"high-pressure economy"とは何か。この点に関して彼女は上記に掲載した文章の中で、「with robust aggregate demand and a tight labor market」という説明を付けている。つまり「総需要が活発であり、そして労働市場がタイトな状態」、それが「高圧経済」（high-pressure economy）ということだ。それを「危機の際に生じた傷を癒やし、その後の経済立て直しでは一時的にも許しても良いのではないか。そうした中で企業家や消費者の自信が戻る」という考え。

大きな経済危機が起きた後は、しばしば経済は大きな打撃を受ける。企業家は自信喪失し、消費者もしばしば貯蓄に走る。なので、経済指標だけ見ていて従来の考え方で引き締めが妥当な指標が揃ってきても、直ぐに引き締め走るよりは「先行きに確たる自信が持てるようになって起業家が設備投資を行い始め、そして様子見を決めていた労働者がさらに職場に復帰し、消費者の消費活動が活発化するまで待つ」という政策スタンスだとも考えられる。むしろ「待ち」には限度がある。それは中銀のさじ加減一つと言うことだ。

この考え方は「金利を下げれば資金需要は出てくる」といった戦後の典型的な金融に関する考え方が、今はどう見ても的外れになってきていて、アメリカ経済についてもローレンス・サマーズが主張するような「長期停滞論」が出てきている現状では必要なのかも知れない。アメリカ経済を他の先進国より高い成長率に導いてきた一番の要因は「移民、高い出生率もあって人口が増え続けていた」という点が大きいと思う。しかし共和党の大統領候補であるドナルド・トランプのように「移民抑制」などと言う政治家が出はじめると、人口プレッシャーからアメリカの潜在成長率は更に落ちる可能性がある。

リーマン・ショック以降の世界的な経済危機が、イエレン議長の言う「Extreme economic events」に相当するかは議論が分かれるが、筆者は確実にその手の危機だったと思う。世界の経済のワーキングを大きく変えたことは確かだ。それ故に、「high-pressure economy」という考え方は検討に値する。その場合は「利上げはぎりぎりまで待つ」というより「意図を持って遅れ気味にする」というスタンスになる。

もっともこのイエレン議長の講演のインプリケーションが広がりすぎて週明けを迎えるのは怖いと思ったのか、週末にはニューヨーク連銀のダドリー総裁がウォール・ストリート・ジャーナルとのインタビューで「I think if the economy continues to evolve along the path we expect, I'd expect we'll be raising interest rates relatively soon,」Dudley said in an interview with The Wall Street Journal.」と述べて、「早期利上げ」を示唆した。

実体経済をどの程度にまで持って行けば過去の傷が癒えるのか、それとも人口が大きく伸びていた過去の例を先例とすること事態に問題があるのか、多分この疑問は相当期間残ると思う。彼女が演説の冒頭に述べた文章は、読み返しておく必要がありそうだ。

《 rigged election ? 》

先週指摘したポンド安と人民元安は大きなトレンドしてはまだ続いていると考えることが出来る。ポンドについて言うと、この週末には国民投票は「離脱派」の先頭に立ってキャメロン首相に挑戦し、今はメイ政権で外相になっているボリス・ジョンソン氏が、「残留支持」の論文を態度表明の直前に書き、あと2日ほどで新聞に掲載される筈だったことなどが明らかになっている。

既に国民投票は決し、キャメロン前首相もメイ現首相も国民投票で決まった方針を見直す姿勢は全く見せていない。しかし対外的には購買力の低下という形で貧しくなる英国を

見て、スコットランドが動き始める気配もある。独立に向けた再度の住民投票だ。ポンドは暫く売り圧力を受け続けられると思われる。人民元の動きも要注意だ。

米大統領選挙は投票日が11月08日なので、あと3週間余。あつという間に迫ってきた。ワシントン・ポストなどは「トランプは既に実質的に選挙運動を辞めている」とまで指摘しているが、それは「大統領になったら何をやる」という話をほとんどしなくなって、「今回の選挙は不正に操作されている」（彼が良く使う単語は rigged である）という空疎な主張を繰り返していることを指す。実際に彼はクリントン、共和党指導部、そして女性問題を取り上げるマスコミを非難する以外は、「アメリカを強くする」「アメリカを偉大にする」と言うだけだ。中味はない。

彼は「自分を大統領にしないための世界的な陰謀がある」とまで言っているが、あまりにも中味のない選挙戦故に、アメリカでは第二回の大統領候補討論会で二人に具体的にエネルギー政策を問いただした一有権者に注目が集まっているという。有権者の間からも「もうウンザリ」の声が聞こえ、多少まともな質問をした一有権者が注目されたという展開。驚くべき事だ。

そうした中で、「負けたときにトランプは敗北を認めるのか」といった議論さえ出ている。ペンス副大統領候補は「負けは認める」と主張するが、誰の声にも耳を貸さないドナルド・トランプがどう出るかは不明だ。今の情勢は世論調査を見る限りクリントンの優位がやや拡大していて、「同氏が当選する確率88%、トランプが当選する確率12%」とニューヨーク・タイムズは分析している。日本ではTPP 審議が始まったが、アメリカでの審議のメドは全く立っていない。全体的にはマーケットは様子見とも見える。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通りです。

- | | |
|-------------|---|
| 10月17日（月曜日） | 9月マンション市場動向
地域経済報告
9月ユーロ圏消費者物価
米10月ニューヨーク連銀景気指数
米9月鉱工業生産
日銀支店長会議 |
| 10月18日（火曜日） | 英9月消費者物価
米9月消費者物価
米10月NAHB住宅市場指数 |
| 10月19日（水曜日） | 8月対米証券投資
中国7~9月期GDP
中国9月工業生産高・小売売上高
中国1~9月都市部固定資産投資
中国1~9月不動産開発投資 |

	17日時点の給油所の石油製品価格
	9月訪日外国人客数
	英6~8月失業率
	米9月住宅着工
	カナダ中銀が政策金利を発表
	米ベージュブック
10月20日(木曜日)	オーストラリア9月雇用統計
	9月粗鋼生産
	9月百貨店売上高
	9月コンビニ売上高
	英9月小売売上高
	欧州中央銀行理事会
	ドラギ欧州中央銀行総裁が会見
	米新規失業保険申請件数
	米10月フィラデルフィア連銀製造業景気指数
	米9月コンファレンスボード景気先行指数
	米9月中古住宅販売
	EU首脳会議(~21 ブリュッセル)
10月21日(金曜日)	米9月半導体製造装置BBレシオ
	中国9月主要70都市の新築住宅価格
	9月食品スーパー売上高

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。大分寒くなりました。先週は一日だけ富士山麓で朝を迎えましたが、なんと早朝は「4度」でした。東京も土曜日は寒かった。急激に布団の種類を変えないといけない時期。インフルエンザの声もちらほら聞きますが、皆様には体調にお気を付け下さい。

それにしても昨夜の日本ハムソフトバンク戦の9回に大谷が投げた15球は凄かったですね。ストレートのマックス165キロ、フォークが151キロってあり得ない数字ですが、彼はそれまでDHとして4回打席に立っていた。「凄い」の一言です。久しぶりに見応えがある日本の野球シーンだった。今朝もYouTubeで見直してしまいました。

「凄い」で思い出したのですが、先週は「スズキって凄い会社だな」と。それを率いた鈴木さんが偉いのでしょうか。だってこの会社、過去に提携したのはアメリカ第一位のGM(1981年)、その次がドイツ最大手のフォルクスワーゲン(2002年)。そして今回は日本最大のメーカーであるトヨタ(提携で交渉開始)。世界自動車大手国の最大手を提携相手に渡

り歩いている。

なぜそんなことが可能か。それはやはりスズキが「特徴有る、他社にとって魅力的なコンテナツを持っている」ということでしょう。何と云っても「小型車に強い」ということであり、次には世界のどの自動車メーカーもまだ地歩を築けていないインドで非常に大きな存在である、ということ。そのGMとVWとの提携の解消の経緯を見ると、大が小を見限った、つまりGMやVWがスズキを見限ったというより、小が大を見限ったという印象がする。つまりスズキが「こいつら何も無い」と見限ったという印象。

それが鮮明だったのはスズキとVWの提携解消の経緯。未練たらたらVWを「数年で彼等に学ぶことは何も無いと分かった」（鈴木会長の発言 私が覚えている範囲で）と言って切ったら、あのVWの偽装問題。「天才的縁切り」だと私は思いました。しかし重要なのはスズキの提携のインターバルが短くなっていること。それはやはりスズキのサイドに提携を求める理由があるということでしょう。私が知る限りではスズキにはハイブリッドも電気もない。しかし大きな流れはエネルギー源の多様化です。

多分スズキが欲しいのはハイブリッドやMIRAIに代表される水素系、それに電気自動車のノウハウだと思う。MIRAIも大きな括りでは電気自動車です。車内で電気を発生させているというだけで。トヨタにもメリットがある。交渉がこのままうまく進むかどうかは知りませんが、トヨタにとっては「ダイハツ+スズキ」となれば、これはもう自動車（乗用車）一貫メーカーの誕生のようなものです。スズキのインド市場での存在感も魅力でしょう。

ある新聞が「オール・ジャパン」と表現しているのは当たっている。世界の自動車メーカーにこんな存在はない。そういう意味ではトヨタの地歩は固まる。しかし私は「これでもうトヨタは大丈夫」とは思わない。なぜなら、今後自動車業界の競争は、在来メーカーとの競争というより、新規参入組との争い、という形になると思う。それはテスラかも知れないし、アップルかも知れないし、その他の新興メーカーかも知れない。

しかし提携交渉がうまく進めば、またまた面白い存在ができる事になるし、トヨタとしては「数年で何も無いことが分かった」と鈴木さんに言われないようにしないと。話に出てきたのでMIRAIについて書くと、最近都内で結構頻繁に見るようになりました。最初は生産台数も少なかったのですが、日本で一番売れている東京地区で徐々にアウトスタンディングが増えてきたこともあるのだと思う。芝公園の水素ステーションの方が、「今都内で500台くらいですかね」と。ステーションも営業時間を拡大。ナイス。

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。》