

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2338号 2016年12月19日（月曜日）

《 to three times per year 》

利上げ（0.25%）そのものは予想通りだった先週の FOMC ですが、「その後の利上げペース」が従来見込みより速まったこと、そしてもしかしたらトランプ次期政権の政策次第でさらに速くなりかねないとの推測から、ドル高に一時拍車がかかりました。これを受けてドル高・円安の恩恵が大きい日本市場の株価は続伸しましたが、途上国の通貨と株価は「米への資本回帰」の見込みから下げ、アメリカ株も債券利回りの競争力回復見通しもあってやや勢いが鈍った。

しかしアメリカ株は依然として高値圏（先週末引値は 19843.41）であり、いつでも「ダウで2万ドル」の水準に達することが出来る「striking distance」につけている。日本の株も続伸し、こちら「2万」のレベルが見えてきた。今朝の日経ヴェリタスの一面トップもその話題だ。欧州の株も総じて高い。

FOMC は 2017 年の利上げペースに関し、従来の「年間2回」の見込みを「3回」に引き上げた。FOMC が公表した Projections Materials（予測資料）を見ると、FRB の当局者は今後の FF 金利の推移を今回は 2016 年末 0.6%、2017 年末 1.4%、2018 年末 2.1%、2019 年末 2.9% とした。これは 9 月時点の各 0.6%、1.1%、1.9%、2.6% からそれぞれ引き上げられている。

なにせ FOMC の金利引き上げは過去 10 年で 2 回しかない。今年も年間で一回だった。リーマン・ショック以降の米当局が基本的には金利引き下げ、超低金利の維持、そして異常事態からの脱出的 2 回の小幅利上げしか出来なかったことを考えれば、この「今後 3 年間の各年 3 回、合計 0.75% 前後の短期金利引き上げ継続」（ $0.75 \times 3 = 2.25$ で現在の金利を加味すると 3% 近くになる）というのは結構スティーブな政策金利引き上げに見える。2017 年だけでなく、FOMC がその後 2 年間に渡って政策金利の 3 回引き上げを見込んでいるというのが重要だ。

利上げがあった 14 日の米長期金利は指標 10 年債の利回りで 2.57%。その長期金利が例えば 2017 年末、さらには 2018 年末に何%になっているかを考えるのは、その時点でも結構スリリングだった。なぜなら今までの経験則から言えば、いったん上がり始めたら短期より長期の金利の方が上げペース速い。一部では米長期金利は今後 2~3 年のうちに 6% に達するとの見方もある。世界で「強い」と言われる経済を持っている国は、

今はアメリカだけであり、その高い金利は魅力だ。故に世界中から資金を集める国になると考えるのが自然だ。つまりドル高には強い背景があるということだ。

アメリカでの金利上昇は、当然日本や欧州にも波及する。既に ECB は量的金融緩和の継続を決める一方で、期間ごとの国債などの購入額の 2.5% 引き下げを決めた。先のイタリアの国民投票（レンツィが失脚した）を見るまでも無く、今年から来年にかけての欧州政局は大荒れになることが予想される。本当は ECB も緩和状況を変えたくなかった筈だ。しかし「購入額の減額」を決めたのは、アメリカの利上げがあったからだろう。既に日本の長期金利も徐々に上昇してきており、黒田・日銀も「さらなる緩和」という状況ではなくなっている。

先週興味深かったのは日本の金融政策の変更に関して日経新聞（12月15日付け）が、「経済・市場環境 改善続くなら」と言う前提で「日銀、来年には『利上げ』も」と書いていた点だ。利上げの中味については「長期金利の誘導目標（ゼロ%程度）を小幅に引き上げる」というものだが、スタンス変更の意味するところは大きい。ましてやアメリカの金利が今後 2～3 年にわたって上昇基調になれば、日本や欧州の市場金利や政策スタンスは大きく変わらざるを得ない。

トランプ次期大統領はそもそも「ドル安論者」と言われていて、アメリカと日欧の金利差拡大によるドルの高騰をいつまでも見逃すはずが無いから、ドル高抑制で日欧の金融スタンスも「引き締め」方向に変わらざるを得ない。しかしそれでも日本や欧州の「緩和の縮小」または「引き締め」は、アメリカに比べれば緩やかなものになる。金利差は拡大しがちになる、ということだ。

今の時点で一番明確に見通せない問題は、「トランプ次期政権がどの程度公約のインフラ投資、規制緩和を実行するか」「その政策ミックスが、アメリカの経済活動をどの程度変えるのか（強くするのか）」「それで金融政策の役割がどの方向に、どの程度動くのか」という点だ。FOMC の委員達もこの点に迷い、FF 金利の各年年末の FF 金利予想を控えめに引き上げたはずだ。その結果が「今後 3 年間で年 3 回、合計 0.75% 前後の短期金利引き上げ継続」というものだろう。もしそれが「控えめな織り込み」だったとしたら、トランプ次期米政権の経済政策次第で、アメリカの金利はもっと足早に上がる可能性があるということだ。

《 upward pressure for dollar 》

アメリカの金利が「予想外に素早く上昇する可能性」がある中では、ドル相場には少なくとも当面は上昇圧力がかかると見るのが可能だ。「当面」とはレーガン時代を振り返っても「年」の単位だ。既に先週の段階でユーロはドルとの等価が見通せるまでに大きく下落したし（今の対円はドルが 118 円、ユーロが 123 円で 5 円の差しかない）、ドル・円も「再び 120 円が直ぐにあるのではないか」と見ておかしくない 118 円台のレベルまで上昇した。一部では「円は 130 円にまで行く」とする見方もある。日本株はそれを好感して連続上

げとなっている。

実際にドル・円が 130 円に行くのかどうかには、かなり不確定要素がある。先週トランプ次期大統領はアップルの最高経営責任者（CEO）であるティム・クック氏、アマゾンのジェフ・ベゾス CEO、フェイスブックのシェリル・サンドバーグ最高執行責任者（COO）、テスラのイーロン・マスク CEO、グーグルの親会社アルファベットのラリー・ページ CEO とエリック・シュミット会長、マイクロソフトのサティア・ナデラ CEO とブラッド・スミス社長のほか、インテル、IBM、オラクル、シスコシステムズ、パランティール・テクノロジーズらをトランプタワーに招き会談した。合計 13 人の IT 企業幹部が集めた大型会議で、トランプ次期大統領と IT 企業の関係修復を国の内外に印象づけた。これら IT 企業の幹部はほぼ全員が「クリントン支持」だった。

しかしトランプ大統領の政策の根幹、そして政治的関心の中心は「ラストベルトの産業」、つまり「多くの職を抱えた製造業」にあると思われる。彼は最近「job job job」とツイートしている。製造業にとっては「ドル高」は大きな障害となる。ドル高を好むのは常にウォール街だ。今回の政権にはゴールドマン・ザックス出身者が数人含まれ、かつ閣僚達は「過去のどの米政権でも見られなかった富豪達が集まった」の政権だ。だからバイアスとしては今後「ウォール街寄り」になる可能性はある。しかし仮にトランプが再選を目指すのであれば、ラストベルトの労働者達（比較的所得階層が低く、職も脅かされている）から「裏切り者」と評価されるのは良くない。

ということは、それは相当にドル高が進んだ後の事になるかも知れないが、アメリカが「第2のプラザ合意」のような動きに出る可能性はある。ドルが高くなればなるほど、アメリカ経済には耐えられないものになり、アメリカの政権がそのトレンド逆転の誘惑に駆られることは十分に予想される。ただしマーケットのモメンタムとしては、「アメリカに資本が集まりやすい状況」が客観的にあるので、ドルは当面は上値迫いの可能性が高いと見られる。

「アメリカへの資金の流れ」と同じ程度に大規模に進むと思われるのが、「債券市場から株式市場への資金の流れ」だ。既に現時点で「今後3年間で年3回、合計0.75%前後の短期金利引き上げ継続」を当局が見込んでいるときに、安心して債券市場に資金を滞留できる人は多くはない。どこかの時点での退出を考える。既にアメリカのファンドの中では「債券売り、株式買い」の動きが活発化していると言われる。時に大規模に。

例えば先週金曜日の指標10年債の利回りレンジを見ると 2.552 - 2.619%で、引けは 2.591%。3ヶ月チャートを見ると9月の末には 1.57%台があったので、その当時に比べれば既にアメリカの長期金利は「1%以上上がっている」ということになる。大規模な資金流出があったことは間違いないし、それは「年3回、合計0.75%前後の短期金利引き上げの最低3年継続」の中では「場合によってはもっと足早に進行」と見れる。

もっともこうした長期金利の上昇持続、債券市場から株式市場への資金の大規模な移動継続の観測は、金融政策と財政政策が良いバランスを保つ中で、トランプ大統領の経済政

策が順調な成果を上げてアメリカ経済の拡大が続いた場合である。最近のアメリカの政権はフル（4年という期間全体を通じて）に順調な経済の拡大を享受し続けると言うことはない。

トランプ大統領も実際に政権を取ればかなり多くの問題に直面するだろうし、リーマン・ショック級のものにはならないかも知れないが、「行け 行け」で負債がどこかの部門（家計、企業、そして政府部門）に貯まる状況では、危機発生ケースはあるだろう。その場合にはそれまでのトレンドは一気に逆流し、金融政策は緩和に向かい、そして資金の流れは今度は「株式市場から債券市場」へと変わる。それが発生するのか、発生するとしていつになるのかは分からない。

《 economic activity has been expanding 》

もっとも FOMC 声明を読むと、FRB はそこまでアメリカ経済の拡大、その後の危機を見ている兆しはない。声明を読んで最初に私が感じた事は、「(株価のある種陶酔状態を横目に、FOMC の見方は) 落ち着いた、抑制気味のものになっている」というものだ。声明には陶酔感はない。前回の号の段階での私の FOMC 声明に対する予想は以下のようなものでした。

FOMC 声明で筆者がまず注目するのは、第一パラの景気認識だ。何よりも前回の「unemployment rate is little changed in recent months」という表現は大きく変更されざるを得ない。なぜなら大きく下がったからだ。「business fixed investment has remained soft」という部分は変えられるのだろうか、などと考えている。この作業は結構楽しい。FOMC が最近の石油価格の上昇をどう捉えるかも今後を予想するポイントだ。今までは「partly reflecting earlier declines in energy prices and in prices of non-energy imports.」とインフレ率が上がってこない理由の一つにしていた。しかし OPEC の減産合意以降、石油価格の上昇傾向が続いているし、この週末には OPEC とロシアなど非 OPEC 加盟国 の減産協調(合計日量 180 万バレル)も合意された。

第二パラで一番注目されるのは「Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced.」の部分だ。ここで「バランスが崩れてきた」とのニュアンスが変わるのなら、ドル高には拍車がかかることになる。つまり「拡大とインフレ率上昇」の方に傾けば、傾いた分だけ 2017 年の利上げ回数が増えるからだ。第三パラの冒頭は大きく書き換えられる。恐らくここで FOMC は「0.25%利上げした」と表記する。新しい FF 金利のレンジは 0.5~0.75%になった、と。0.75 という数字を見ると、「これは金利だ」という印象がする。次はゼロコンマの金利ではなく「1」という整数が登場するからだ。多分これは、「アメリカは日本や欧州とは違う」という印象を与える。「アメリカには金利がある」と。

恐らく利上げは「全員一致」のそれになると思う。既に前回 11 月 02 日の FOMC で Esther L. George と Loretta J. Mester の二人は、0.5~0.75%への利上げを主張していた。FOMC にとっては一年ぶりの、そして過去 10 年で 2 回目の利上げだ。

改めて前回声明と比較しながら今回の声明を読むと、FOMC の景気認識は明らかに改善している。前回「growth of economic activity has picked up from the modest pace seen in the first half of this year. Although the unemployment rate is little changed in recent months, job gains have been solid. 」となっていた部分は、今回「 economic activity has been expanding at a moderate pace since mid-year. Job gains have been solid in recent months and the unemployment rate has declined. 」となった。「has picked up」という完了形と、「expanding」という現在進行形とではニュアンスが全く違う。

しかし次に続く「Household spending has been rising moderately but business fixed investment has remained soft. 」と「business fixed investment has remained soft. Inflation has increased somewhat since earlier this year but is still below the Committee’s 2 percent longer-run objective, partly reflecting earlier declines in energy prices and in prices of non-energy imports. 」は前回と全く同じ文章だ。アメリカ経済に問題は残っているというイメージを FOMC は残したかったのだと思う。読む人の高揚感はある程度ここで消える。その次のインフレに関する文章も同じだ。

私が注目した第 2 パラの「 Near-term risks to the economic outlook appear roughly balanced. 」という表現もそのまま残った。第 3 パラグラフでは「利上げ」の部分以外では、当然 11 月の声明で「 but decided, for the time being, to wait for some further evidence of continued progress toward its objectives. 」となっていた部分は消えた。しかし第 4、第 5 パラグラフはちらっと見た限り全く文章で変化なし。

最後のパラでは予想通り「全員一致」での引き上げとなった。誰も反対しなかった。前回 11 月 02 日の FOMC で Esther L. George と Loretta J. Mester の二人が「据え置き決定に対して異議」を唱えた。今回は 0.5% の利上げを主張した人はいなかった。声明の言葉として一番重要なのは恐らく第 3 パラ、つまり利上げを記した文章の頭にある「In view of realized and expected labor market conditions and inflation」という部分と、新しい FF 金利目標を記したあとの「The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting some further strengthening in labor market conditions and a return to 2 percent inflation.」だろう。つまりこれは、「利上げしてもまだ緩和的」であり「それは雇用とインフレ率（2%）の目標への接近を意味する」と。つまり接近のプロセスの中で「remains accommodative」な政策を徐々に戻すと言っている。「realized and expected」という「実現部分」と「予想部分」の案分は微妙だが、少なくとも FRB は失業率に関しては「realized」が多いと思っているのではないか。

トランプ次期大統領の政策とその効果を見切れない FRB と、一方で「強気」を先読みしながら推移するマーケット。その微妙な関係は今後も続くことになる。

今週の主な予定は以下の通り。

12月19日（月曜日）	11月貿易統計 7～9月期資金循環統計 独12月IFO企業景況感指数 金融政策決定会合（～20）
12月20日（火曜日）	金融政策決定会合の結果発表 黒田日銀総裁会見 11月コンビニ売上高
12月21日（水曜日）	11月スーパー売上高 19日時点の給油所の石油製品価格 11月訪日外国人客数 米11月中古住宅販売
12月22日（木曜日）	米11月耐久財受注 米新規失業保険申請件数 米7～9月GDP確定値 米10月FHFA住宅市場指数 米11月コンファレンスボード景気先行指数 米11月個人消費支出
12月23日（金曜日）	米11月一戸建て住宅販売 米12月ミシガン大学消費者態度指数確報値

先週のアメリカのFOMCに続いて開かれる今週の日銀政策決定会合では、あらたな金融緩和は予想されていない。今の状況で追加緩和は難しいだろう。もしそうならアメリカからは「為替操作」の批判も起きそうだ。株価は上昇し、円相場は下落している。つまり黒田緩和のスタート地点に戻ったようなマーケットの動きだ。

問題は「10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う」とした政策をどのような形で運用するかだ。9月末に導入したイールドカーブ・コントロール政策は、予想もしなかったトランプ候補当選と、その後のアメリカのマーケットの大きな方向転換で早くも「見直し」の必要性に迫られている。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。朝晩は寒いですが日中は結構温度が上がった土日でした。しかし日の出と日の入りの間は今が一番短い。今週はどうやら温かいようですが、大きな流れとして寒さはこれからが本番。インフルエンザなどにはお気をつけ下さい。日曜日のリアル対鹿島の決勝戦には興奮しましたね。一時は勝つかと思った。世界的な大ニュースが生まれた可能性もあった。連勝のリアルに土を付けたチーム・鹿島として。結果は残念でしたが、鹿島は誇って良いと思う。

ところで先週の金曜日は「あ、今日の夜が今年の忘年会のピークなんだ」と思いました。人の出がむちゃ多くて、お店はどこも混んでいた。今週の金曜日は祝日、その次の週はもう30日。金曜日に忘年会の日程を組む人は「少し早いがこの日しか無い」と16日を選んだ。多分22日の街も混む。

金曜日は大学の同級生3人と神楽坂で食事だったのですが、あの上り坂を実に多くの人が上がっていく。午後7時ごろです。ビックリしました。終わった後は赤坂に移動しましたが、そこがまた人の波。加えて実に多くのロシア人が。プーチンさんは帰ったが、その他経済活動訴求のためや交渉関係で来た多くのロシアの方々が、赤坂などのホテルに残っていたのでしょう。

ところで、日ソ首脳会談は「出口を期待した向きもあったが、やっぱり入り口だった。それも前進したかといえば、よく言って0.25歩」という印象。日本が出すお金としては3000億円規模と報じられていますが、これはこの数年間にロシア政府が北方四島のインフラ整備などで使ったと言われる330億円前後の10倍近い。巨額なお金です。

むしろ「共同経済活動」はレシプロで、日本の産業界の一方的な持ち出しではなく、日本の企業も利益を受ける。しかし今は経済活動が低迷しているロシアのプーチンさんにとっては「良い国内宣伝材料」になったと言える。オバマ大統領は民主党本部のコンピューターハッキングなどに関連して「プーチンやロシアへの報復」を口にした。それは米露関係の話ですが、国際的にはロシアは苦しい局面が続く。いろいろやり過ぎるからでしょう。

安倍首相の言う「特別な制度」がどういう形になるかも、「今後の交渉」なので分からない。元島民の北方四島の自由往来も「今後の交渉」。共同経済活動は信頼醸成の出発点という安倍さんの受け取り方なのでしょうが、実際にそうなる保証は無い。経済関係では「成果はあった」と言えるかも知れないが、日本にとっては「国民の関心に十分応えた」交渉ではなかった印象が強い。

それにしても安倍さんは外交で激しく動く。年末には真珠湾に行き、年明けの1月末には就任直後のトランプ大統領と会談の予定だと。韓国も不安定で何が起きるか分からないので、日本の国際的地位を高めておくことは必要だと思いますが。

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。》