

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2351号 2017年03月21日（火曜日）

## 《 optimistic but cautious 》

あれだけ長くそして深く金融緩和をしたあとなのに、アメリカの金融当局はその解除にはあくまで慎重…… という残像が強く残る今のマーケットです。故にアメリカの長期金利に上げる気配はなく、むしろ下げている。そしてドルは「利上げ予想」が強い中でも上値を追えないでいる。対円ではむしろ弱いくらいだ。この「残像」は、長くマーケットに残る可能性が強い。

先週開かれた今年2回目のFOMC。声明もそうだが、イエレン議長の記者会見の内容もアメリカ経済の現状と先行きにアップビードだった。常に声明の第一パラに置かれる「アメリカ経済の現状判断」の部分では「良好」を指し示す単語が並ぶ。「労働市場は引き続き強くなっている」「経済活動は引き続きまずまずのペースで拡大している」「家計支出も引き続き拡大している」「産業界の固定投資も若干の増加の兆し」「インフレ率は一部で加速し、長期目標の2%に接近した」などだ。

前回（31～1日）までの声明第一パラには、「強弱入り交じった表現」が入るのが常だった。例えば産業界の固定投資に関してずっと「business fixed investment has remained soft」などと「soft 軟弱」との単語が使われていた。今回はそれが「business fixed investment appears to have firmed somewhat」と「firm 堅調」となった。今回は声明の読み手が「そうか、そこが弱いんだ」と理解する部分がほぼ無かった。声明発表後の記者会見でもイエレン議長は、「今のアメリカ経済は良い形をしている」と繰り返し述べていた。

なので、昨年12月のFOMCから3ヶ月という短いインターバルで0.25%の利上げを実施した。新レートは0.75%～1.0%。この利上げはマーケットが事前に予想した通りだった。過去2年間（2015と2016年）に年間各一回（ともに12月）にとどめていた政策金利=FF金利の利上げペースを上げた。もしかしたら3月に続き6月も利上げするかも知れない。

しかし重要なのは、「だからといってFRBは今後のアメリカ経済の成長率見通しを引き上げなかったし、昨年12月のFOMC時点で示した今年の利上げ回数予想を3回から引き上げなかった」という点だ。これは「利上げ加速の勢いそのままに、今年は年4回の利上げがあるかも知れない」と見たマーケットにとって「やや予想外」だった。故に声明発表後の米マーケットで長期金利は大きく下げ、そしてドルも下がった。

FOMC が3月時点の予想 (Projection materials=予測資料) 通りに「今年は3回の利上げ」のペースを守るとしたら、今年には既に今回で1回利上げしたので「残る9ヶ月間に2回の利上げ」という展開となる。6月にあったら、もう今年の後半は1回だけとなる。

実際に今回の予測資料を12月のそれと比べると、GDP、失業率、インフレなどの重要な将来見通しをほとんど変えていないのが分かる。FOMC メンバーの「FF 金利展望予想」(FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate 通称ドットチャート) は、昨年12月時点と中心や上下幅などほぼ同じだ。つまり今年も来年もFF金利引き上げは年3回。

### 《 symmetric inflation goal 》

声明もそうだがイエレン議長の記者会見でも、インフレ、失業の二つの金融政策目標で目標達成が接近していることが繰り返し述べられた。特に失業率は「目標の完全雇用の圏内」であることを議長は認めている。また「インフレも目標の2%に接近している」と述べていた。それなのになぜFOMCのメンバー達は、「FOMCがFF金利の引き上げペースを年4回に引き上げるのではないか」との見方を横目に、アメリカ経済に対する見方を変えなかったのか。当然ながらマーケットでは「今後の利上げにFOMCは慎重」との見方の広がりの方が材料視された。だから長期金利とドルは下がった。

「なぜか」が問題だ。それを説明したのは声明発表後の記者会見でのイエレン議長だ。記者の質問に応じて、今は楽観的であろうとも先行きのアメリカ経済見通しに慎重にならざるを得ない理由として人口の高齢化、消費者の節約志向、生産性の伸び鈍化などを挙げた。このうち「人口の高齢化」に関して議長は会見中に2度も3度も触れていた。GDPは「人口の伸び、生産性それに投下資本」の関数だから、そのうち二つが今のアメリカでは弱いとFRBの議長が認めたことになる。

それだと今のアメリカ経済は好調だが、従来のような急成長は無理との考え方は理解できる。議長はまた日本を含む先進各国で金利がなかなか上がらない現実も指摘していた。我々は過去の残像として「若い国アメリカの成長率は常に高い」と考えているが、実際には様々な面で「(過去のイメージよりは) 成長率の低い国」にアメリカはなりつつある、ということだ。それはまた、グリーンスパン時代のように「年間8回のFOMCごとに0.25%の利上げを続ける」といった金融政策が無理であることを意味している。それが今回FOMCの予測資料の隠れたメッセージだと分かる。

イエレン議長も記者会見で触れていたが、今回の声明には過去に使われなかった興味深い単語が入っている。それは「symmetric」で、使われ方としては「symmetric inflation goal」となっている。使われている文章は「The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal」だ。symmetric という単語は我々も「シンメトリック」と発音して使う。金融政策的にこれが何を指すかということ、中銀のインフレ目標値との関係で「上下対称に行動を義務付ける」こ

とを指す。

「symmetric inflation goal」は「a requirement placed on a central bank to respond when inflation is too low as well as when inflation is too high.」と説明されている。つまり、「目標値に対してあまりにもインフレ率が低いとき、あまりにも高い時に対称的に両方で中銀が政策を動かす義務がある」ということだ。この方式をとるのはイングランド銀行とかカナダ中銀だとされる。つまりアングロサクソン系。アメリカもこれに加わった。対して ECB は「non-symmetric inflation target」を持つ。これはインフレ率が高すぎるときだけ行動する義務を負う。

アメリカが「symmetric inflation goal」を FOMC 声明に入れたことは、これまでのイエレン議長の発言などを参考にすると、「インフレ率が目標の2%に達したら直ぐに引き締めに出る」というよりは「それは直ちには too high ではないので、依然として様子を見る可能性がある」という意味もあると思う。つまりアメリカのインフレ率が2%になっても、「直ぐに引き締め」とは動かない、ということだ。この手の事は以前も講演で述べていた。

議長は利上げしても今の FF 金利の水準は「accommodative」（緩和的）だと強調している。「0.75%~1.0%」という政策目標はアメリカの自然利子率（色々議論があるが）から見ても、どちらかと言うと低率だ。かつ「symmetric」という単語が声明で使われたと言うことは、彼女だけの意見でなく FOMC として方針を決めたと言うこと。この考え方にも、FOMC が FF 金利（同時に政策金利）の先行き見通しを変えなかった背景がありそうだ。つまり目標との間に余裕を持たせた。

### 《 dollar under pressure 》

FOMC 直後のマーケットは「株高、長期金利低下とドル安」で反応した。株は3指数とも大幅に上げ、ダウは100ドル以上の上げ幅となった。「先行き金利はあまり上がらない」というのは確かに株にとっては好材料だ。FOMC 当日の株高には原油高も材料だった。しかしその後は「もちあい」の展開で、週明け20日のニューヨーク市場もそうだった。ダウは21000ドルを下回った水準。長期金利（指標10年債）はFOMC直前が2.6%をやや上回る水準で、最近では一番高かった。しかしその後は弱含み。週明け20日のニューヨークの引けを見ると2.462%でかなり低い。再び2.5%のレベルを大きく割っている。

これではドルは強くならない。週明けのニューヨーク市場のドル・円の引けは112円台の半ばで、印象としては「利上げがあった割にはドルが強くならない」というものだ。最近ドルの先行きに対する新聞記事の特集が多いが、全く先行き見通しが割れている。「そうは言ってもアメリカが利上げを続けるのだから、ドル・円は年末には120円に届く」という意見も多いが、「アメリカは利上げするが、慎重姿勢を崩さない」という見方を背景に「むしろ110円を割る円高」を予想する向きもある。実は筆者は「今の110円台前半でしばらくもむのではないか」との見方だ。もしかしたら年末まで小動きかも知れない。

いずれにせよ、我々は過去の残像として「若い国アメリカの成長率は常に高い」と今でも

思っているが、実際には様々な面で「成長率の低い国」「普通の国」になりつつある、とも言える。この事情は日本でも欧州でも同じ事だ。仮に ECB が利上げフェーズに入ったとしても、そのペースはアメリカよりも更に遅くなると見るのが自然だし、今の日本ではいつ脱緩和に入れるかもまだ見通しが立たない。

アメリカの場合、何回失敗してもトランプ政権が「移民の制御」を念頭に置いた政策をくり出そうとしているのが気になる。IT 産業での活躍を言うまでもなく、「移民」はいろいろな意味でアメリカの成長の原動力であり、重要な労働力の供給源だった。それを制限すると言うことは「成長の鈍化」に繋がる。それはイエレン議長も指摘している通りだ。

人間はいつも残像と格闘している。「力強い成長」「高率インフレ」「7%近い預金金利」を我々は記憶の中に残している。時々それらがフラッシュバックし、過大な期待を持つ。しかし歴史は単なる繰り返しではない。同じ事は二度と起きない。アメリカ経済についても「残像の整理」が必要なのかも知れない。

### 《 a lesson from Dutch election 》

FOMC と並んで、先週はオランダの議会選挙も大きな関心の的だった。何度も取り上げているが、今年はヨーロッパが「国政選挙の年」。フランスが約一ヶ月後だし、ドイツは秋に総選挙がある。イタリアも年内のどこかで選挙をするかもしれない。イギリスのメイ首相は今年29日にイギリスのEU離脱をEUに正式通告するが、EUの行方そのものがヨーロッパ各国の選挙で重要な争点だ。

オランダの選挙結果は、「勝者なし」というのが正しい。移民排斥を訴えるウィルダースの自由党が予想のほど議席を伸ばさなかった、というのは事実だった。12議席からの倍増も予想された。しかし20止まりだった。ルッテ率いる与党の自由民主党の議席は自由党を下回るのではとも予想されたが、33は確保した。40からの大幅減だが、28もある政党の中ではもっとも多数の議席を確保した。

投票率が80%という日本では考えられない高率になったオランダの議会選挙から、見えてきたことがある。それは「ヨーロッパを席卷している」と言われ続けた「移民排斥・EUからの遠心力運動は伸びるが、政権を取るところまで行かない。政権奪取からはまだかなり遠いところにいる」ということだ。それは多分フランス（ルペン率いる政党）やドイツ（ドイツのための選択枝運動）でも同じです。

トップ（首相など）選任において「直接選挙か、間接選挙か」というシステムの違いにおいて、ヨーロッパでは間接を取っているところが多い。恐らくアメリカが多党による議院内閣制だったら、クッションがあるのでトランプは大統領として登場していなかった。圧倒的な二大政党制で、かつ大統領はほぼ国民の直接選挙制（州ごとに勝者と獲得選挙人の数を決めるという特殊な方式だが）だから、間隙をぬう形でトランプは大統領になったと考えられる（総得票数ではヒラリーが勝っていた）。

そういう意味では、ヨーロッパでもフランスに「極右政権が誕生するリスク」がより高く

ある、と言える。国民が「ルペン」と書く数が多ければ、彼女が大統領に就任する。しかしフランスには第一回、決戦（上位2者による）というアメリカにはない二段階ある。まだクッションがある。そういえば英国のEU離脱を決めた国民投票は、掛け値なしの「一発投票」だった。

ウィルダースは「第一党になっても、首相は難しい」と最初から言われていた。自由党と連携を組む政党が他の27政党の中には一つもなかったからだ。今回も、選挙そのものでは退潮したルッテの自由民主党が政権連立与党の中心になると思われるのは、同党となら連携を組む政党が散見されるからだ。

しかし問題は「極右政党が獲得議席数そのものは大きく伸ばしている」ということだ。ルペンはその点を捉えて、「我々は前進している」とオランダの選挙結果を評価した。ここでは「時間の経過」がどちらの援軍になるか、という問題がある。極右を「選択肢の一つ」として選ぶ国民の数はヨーロッパでも依然として増えている、と言える。それが問題だ。

だからルッテなど、これからもヨーロッパを率いる政治家の責務は、「国民の間に広がり続けている移民への敵意」をどう拡散できるのか、ということだ。移民の数を減らすのか、それとも社会の中にうまく溶け込めますのか。理想は后者だが、これは難しい。今回はトルコとのバトル（トルコ閣僚のオランダ入国・演説を巡る）がルッテに味方した。ルッテがトルコに対して対決姿勢を見せた。故に「ルッテは移民に必ずしも優しくない」という判断が国民の間に広がって、ウィルダース（ある意味「危険人物」と思われている）以外に選択肢がある、と国民が思ったのだと思う。

そういう意味では、アジアの民主国家では完全大統領制を取る韓国に「大きく振れる」危険性が高い。投票日は5月9日。火曜日でこの日はお休みになるという。それにしても、今の立候補予定者の中には「保守」と言える人がいない。最初から国民に選択肢がないように見える。それが心配だ。

一般的に言えるのは、「ポピュリズムへのある程度の歯止めは、多元的な選挙システムそのものだ」と言える。選挙民に「考え直す」時間の余裕を与える。対して一発直接選挙は危ない。終わってから反省する時間的余裕がない。選挙システムにも「余裕」があった方が良い。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- |             |  |
|-------------|--|
| 03月20日（月曜日） | ユーロ圏財務相会合  |
| 03月21日（火曜日） | 2月コンビニ売上高<br>英2月消費者物価<br>EU財務相理事会<br>米10～12月経常収支 |
| 03月22日（水曜日） | 2月貿易統計<br>金融政策決定会合の議事要旨                          |

	2月食品スーパー売上高
	2月スーパー売上高
	2月百貨店売上高
	米2月中古住宅販売
	米1月FHFA住宅市場指数
03月23日(木曜日)	21日時点の給油所の石油製品価格
	英2月小売売上高
	米2月一戸建て住宅販売
03月24日(金曜日)	仏3月PMI
	独3月PMI
	ユーロ圏3月PMI
	米2月耐久財受注
	米3月製造業PMI

イギリスのEU離脱(来週の29日通告)交渉は詳しくは来週のこのニュースで取り上げたいが、分担金支払い問題、既にイギリスに住むEU市民の権利の問題、離脱後のイギリスとEUの貿易関係など複雑な問題がある。何らかの合意が出来るとの見方が強いが、決裂の危険性もあり、交渉期限の延期、そして国民投票のやり直しの見方も少ないがある。

今後2年という交渉のタイムスパンの間には、今度は欧州サイドでも大きな政治的動きがあるかも知れない。この予測はなかなか難しい。

### 《 have a nice week 》

3連休はいかがでしたか。全体的に天気は良かったのではないかと、思います。春めいたが故に、都内の公園やお台場にはピクニック気分が多く家族が出掛け、シートを敷いて家族で楽しんでいました。今週は多分週の後半に東京などで桜が開花する。もしかしたら22日にも開花ということになりそうなので、時間があったら靖国神社内の標準木を早朝に訪れてみようかな、と思っています。

それにしてもこの週末のニュースで面白かったのは、安倍首相と会談した時のメルケル首相の笑顔。トランプ米大統領を先週会った際には緊張している様子で、お顔もぶっちょろでしたが、安倍首相の自由貿易擁護の演説中には何回も頷いて、「我が意を得たり」という笑顔だった。彼女にとっては久しぶりにほっとできる外国首脳との会談だったのでしよう。ドイツは今までアジアでは中国に顔を向けた国だった。しかし南シナ海の問題もあって、ドイツは明らかに日本にその関心を向けているように見える。

- - - - -

今週のWBCはいよいよ決勝ラウンド。日本はドミニカを下したアメリカと対戦。もう一方ではオランダとプエルトリコが戦う。日本はシカゴ・カブスやロサンゼルス・ドジャーク

スと対戦して、ともに敗北。特にドジャースとの対戦では、2アウトまで行きながら1，2塁にいたランナーを3塁打でかえされて2-3で負け。松井が打たれた。日本はクローザーが課題と思いました。決まった人間がない。

練習試合で2連敗して「どうかな」と思うのですが、しかし本戦では勝ち続けていたので、「反省点が浮かび上がって良かった」とも言える。選手も2試合連敗なら、「次は勝とう」と意欲を高めるでしょう。両試合ともピッチャーをなるべく出して、様子を見ることが出来たのも良い。今朝の新聞記事などを見ると、「(負けても)収穫があった」との評価らしい。

アメリカ戦のポイントは先発の菅野でしょうか。今シリーズあまり良くない。「あれ」という時にホールランを打たれる。アメリカは、今回のWBCは本気でしょう。日本、日本、ドミニカと来て、「そろそろ」と思っている筈です。日本の打者はアメリカのピッチャーを打てると思う。なので、日本のピッチャーがアメリカの打者とどう対決するか。それがポイントだと思う。

高校野球も始まって、プロ野球もオープン戦の最中。そう言えば今週はワールドカップのアジア最終予選。男しかスタジアムに来ない中東での異様な雰囲気の中での戦い。日本はまだUAEにアウエーで勝ったことがないそうだ。おまけに長谷部の離脱。本田も最近は「試合に出た」とは聞いていない。要するに若い、爆発力のある選手に期待するしかない。今回負けたらワールドカップ出場が厳しいだけに、しっかりと戦って欲しい。

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。》