

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2356号 2017年04月24日（月曜日）

《 Euro jumps after first round of French presidential election 》

ユーロ相場が急騰する中での週明けです。23日に行われたフランスの大統領選挙第一回投票が世論調査通り「マクロン首位（仏国営テレビによる推定最終得票率は23.7%）とルペン2位（同21.7%）」で終わり、この二人が戦う5月7日の決選投票ではマクロン元経済産業デジタル相（39）が次期フランス大統領になるとの見方が強まった為だ。

先週末のユーロ・ドルは1.072ドルで前後でしたが、CNBCによれば今朝の海外市場の高値は1.09395ドルで、これは「5ヶ月半ぶりの対ドル高値」だという。ユーロ・円は先週末の116.75円から午前6時半には120.60円となった。その後はやや反落しているが、先週に比べればどちらも大幅なユーロ高だ。

フランスの大統領選挙の第一回投票は、最終盤になってエマニュエル・マクロン、マリヌ・ルペン（右翼 国民戦線）、フランソワ・フィヨン（元首相 共和党）、ジャンリュック・メランション（欧州議会議員 左翼党）の4人が狭い範囲の支持率で競う異例の展開となり、一回の投票では誰も過半数獲得の見通しは立たず上位二人の決戦投票になるが、その場合どのような組み合わせもあり得るとの見方ができた。

支持率の僅かな差から「マクロン 対 ルペン」が本筋と言われながら、「ルペン 対 メランション」「フィヨン 対 メランション」のケースにおいては「メランションが決戦投票で勝利する」との予想が多かった。メランション氏はそもそも嫌EUとも言える人物で、リスボン条約に反対の立場。同氏が大統領になれば最終的にはルペンが主張したような「フランスのEUからの離脱」の危険性もあるとマーケットは警戒していた。

ルペンは世界中のメディアから取り上げられたものの、決戦投票になればどの候補と戦っても負ける、との世論調査結果が出ていた。マーケットは第一回の勝ち残りが「マクロンとルペン」と聞いた瞬間に「EUとの結束強化」を訴えるマクロンが次期大統領と判断してユーロを押し上げた。株式市場の反応はまだ出ていないが、世界の金融市場にとって一つの大きな懸念材料だったフランスの大統領選挙の行方が見えたことで、まずは安心材料を一つ得た形だ。

いずれにせよ、中道右派、中道左派の政党候補は誰も決戦投票には残らなかった。これは戦後のフランスの歴史の中では非常に例外的で、「国民の政党離れ」がフランスで予想以上に進んでいたことを示している。

すでに次に向けた動きが出ていて、敗北を認めたフィヨン候補と社会党の候補だったアモン氏は、決戦投票ではマクロン候補を支持するよう支持者に訴えた。メランション候補は筆者がこの文章を書いている時点で敗北を認めていない。彼の票の一部はルペン氏に流れる可能性がある。しかし決戦投票の趨勢は今のところ「マクロン有利」だ。すでに様々な観測が出ていて、「マクロン大統領は、首相に女性を選ぶのではないか」といった観測も出ている。フランスでは6月に議会選挙も行われ、その勢力図も注目の的だ。

《 American detained in North Korea 》

もう一つの大きなマーケットの懸念材料だった北朝鮮情勢は、決着も見ずに緊迫したままだ。仏大統領選挙が制度的リスクだとしたら北朝鮮はイベント的リスクだが、前提をあまりおけないリスクであり、リスク量も計測できないだけにマーケットとしては展開を注視せざるを得ない。当面の大きなハードルは25日の北朝鮮軍創設85周年がどう過ぎるかにある。

いつ大きな展開があるか分からないが、25日を控えての北朝鮮情勢の現状は次のようなものだ。

1. 北朝鮮はこの週末に韓国系米国人トニー・キム氏を平壤の空港で逮捕・拘留したと伝えられる。逮捕理由は不明。キム氏は「中国の吉林省延辺朝鮮族自治州の教授を経て現在は北朝鮮の支援活動をしている50歳代後半の人物」（日経報道）で、韓国の聯合ニュースは「対米関係が悪化する中、北朝鮮が交渉（カード）に利用しようとしているように見える」との専門家の見解を伝えている。北朝鮮は対マレーシア関係悪化の中でも在朝鮮のマレーシア人7～9人の出国を禁止し、事実上の人質にとって交渉を有利に進めた
2. 北朝鮮が6回目の核実験を準備しているとの見方が出ている中、大気中の放射性物質を探知し、核実験があったかどうかを判断する米空軍の特殊観測機WC 135が朝鮮半島東の東海の上空に緊急出動したとの情報がある。韓国政府の消息筋は「北の核実験に備えた活動とみられる」と明らかにした
3. 「北朝鮮が中国に核実験を行うと通知した」という未確認情報がこの週末に広く出回った。これに関連して米CNNテレビは米国防当局者の話として、中国空軍が爆撃機に「厳戒態勢を取らせている」と報じた。北朝鮮と米国との軍事衝突などの緊急事態に即応できるようにするためとの見方。これに関してはロイター通信も中国爆撃機の動きが活発化しているのを米政府が把握していると報じた
4. 一時インド洋に迂回していたカールビンソンを中核とする米海軍の攻撃グループは現在北上中で、その途上において日本の海上自衛隊の護衛艦2隻とフィリピン近海や東シナ海で演習の予定で、注目される25日には朝鮮半島に近づき、その後日本海に入るとみられる

対して北朝鮮は挑発的・好戦的なスタンスを全く崩していない。「指導部の命令があればいつでも核実験を行える状態になっている」と繰り返し極めて挑発的態度を表明している。直近ではこれに「アメリカの空母カールビンソンを一撃で沈める」が加わった。

これは「アメリカの圧力には決して屈しない」という姿勢を単に示しているだけなのか、25日の核実験は決めているが、その際にアメリカが実際にどう動くか固唾を呑んで見守っているとも受け取れる。核実験場の近くの住民には「避難命令」が出ている、との報道もある。

中国が繰り出せる最後の北朝鮮圧力は「北朝鮮への石油輸出禁止」だ。ガソリンが無ければ軍を動かせない。それに関して週末の日経ヴェリタスには面白いコラムがあった。57ページのプロゴスフィア (Progosphere) のコーナー。「平壤で給油できなくなった」という見出し。副見出しは「北朝鮮向け原油、中国すでに禁輸との見方も」だ。口先だけ益々尖ってきている北朝鮮だが、その内実を知れる記事だ。環球時報の北朝鮮駐在記者が伝えている。

そこには「北朝鮮の首都平壤の大使館街にある給油所でガソリンの給油が出来なくなった」との独自報道がある。同紙記者が給油に訪れたとき「ガソリンがない」として給油を断られた、と環球時報は伝える。記事には北朝鮮におけるガソリン価格の値上がり観測も記載されているようだ。仮にこの記事に書かれているガソリン不足が「北朝鮮全体で起きている」だとしたら「戦争など戦えるのか」ということになる。北朝鮮で石油が枯渇したか、それとも備蓄で他の用途に回せなくなったかのどちらかを意味すると考えられる。いずれにしても北朝鮮には長期戦は無理だ。

この環球時報の記事だけでは、今の北朝鮮の状況は把握出来ない面がある。しかし「大使館街のスタンドで給油できない」とは深刻だ。そんな情報は海外に直ぐ伝わってしまうことは明かだ。また北朝鮮は思わぬ方向へも攻撃の矛先を向けている。BBCの報道によると、北朝鮮はオーストラリアへの核攻撃を警告した。「もしオーストラリアがアメリカの同盟国であり続けるなら、オーストラリアも核攻撃の対象だ」と警告。ペンス米副大統領が日本などを出た後オーストラリアに立ち寄って対北朝鮮で強い警告を発したのが気に入らなかったからとみられる。

注目されるのは北朝鮮の対中国姿勢だ。条約上は同盟国であり、石油を含む重要輸入物資を頼っている中国に対しても北朝鮮は攻撃の矛先を向けている。北朝鮮の国営メディアはこの週末

「周辺国が我々を公に脅している」

「破局的な結果も覚悟すべきだ」

と伝えた。名指しではないが、この「周辺国」とは中国を指すと読める。多分今年中の石

炭（北朝鮮からの）輸入を禁止し、もしかしたら石油の輸出も抑制するかもしれない中での中国への警告だ。安易に他国の制裁措置に同調する国（中国）は「北朝鮮の敵である」との見方。ここで分かるのは「北朝鮮が盲目的に熱くなっている」ということだ。つまり北朝鮮は全方位で「攻撃する」と脅し始めた。もはや将来への展望があって何かしている、というよりは「四方を敵に囲まれて論理的な発想が出来なくなっている」とも読める。これは危険な兆候だ。

こんな警告を突き付けられたら、中国もまた「戦略的忍耐の尾を切らす」かもしれない。アメリカ軍が北朝鮮を攻撃したとき、中国がどう出るかは読めないが、今のところ北朝鮮とアメリカ、それに日本、韓国は依然として「collision course」に入っているとと言える。

《 persistent exchange rate misalignments 》

当面の変動要因から少し離れるが、為替市場をやや長期的な視点で考える時、いくつかの注視すべきポイントが浮かび上がっている。その一つは、トランプが就任以来ずっと言っている「ドル高是正」の問題だ。またトランプ政権の全容は整っていない。しかしトランプ大統領が今後体制を整える中で「その具体化をいかに進めてくるか」という問題がある。

この週末にワシントンで開かれた G20 では、トランプ大統領の「ドルは強くなりすぎている」という発言を打ち消すように、ムニューチン財務長官が「長期的には強いドルが必要だ」と述べた。「アメリカはどこを向いているのか」と疑問になるシーンだ。

しかし最近のアメリカの関連報告書のどこにでも出てくる「労働者と企業にとって」という単語から判断すれば、今のトランプ政権の政治的圧力が「ドル高抑制」「むしろドル安」に向いていることは間違いない。むしろ「トランプ政権は本当に労働者に顔を向けているのか」という疑念は政権に入っている顔ぶれを見れば浮かぶ。ゴールドマン卒業生やその他大金持ちばかりだ。しかし選挙を念頭に置いたトランプ大統領としての視点は「労働者の為に」だ。

- - - - -

例えば 14 日に米財務省が議会に提出した Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States」(通称は「為替報告書」) は最初のサマリーで次のように書く。

This Administration places a very high priority on ensuring that American workers and companies face a level playing field when competing internationally. When our trading partners engage in currency manipulation, they impose significant, and often long-lasting, hardship on American workers and companies. Expanding trade in a way that is freer and fairer for all Americans requires that other economies avoid unfair currency practices and persistent exchange rate misalignments; that they refrain from competitive exchange rate devaluations; and that they not target exchange rates for competitive purposes. A stronger and fairer international trading system must also

be supported by more robust and better balanced growth globally, with demand-led growth becoming the engine for expansion in key economies that have large external surpluses.

「アメリカの労働者と企業が国際競争をする際に a level playing field（不利にならない対等な競争条件）に立てること」が非常に高い優先項目だとまず宣言している。そして「Expanding trade....」以下には非常に重要な単語が登場する。「persistent exchange rate misalignments」がそれだ。この単語が入っている文章を翻訳すると以下ようになる。

「全てのアメリカ人にとってより自由でより公正な形で貿易を拡大するには、次のことが必要だ。他の諸国（日本や中国やドイツなどアメリカ以外の国）が不公正な通貨慣行と persistent exchange rate misalignments を避け、またこれらの諸国が国際競争における優位な地位を狙って為替レートを政策目標としないこと」

「不公正な通貨慣行」と「為替レート誘導を目的とした政策」が良くないことは従来の G20 声明などでもしばしば取り上げられている。では最近では珍しい形で入った「persistent exchange rate misalignments」とは何か。この単語が重要なのは最近ロス商務長官らもしばしば使うことだ。トランプ政権の中で静かに広まっている考え方の原点になっている可能性がある。

素直に翻訳すると「持続的な為替レートの誤整合」になる「誤整合」を「整合不良」と訳しても良い。では「誤整合」「整合不良」とは何か。そこには「本来有るべき姿」という前提が隠れていることが分かる。本来こうあるべきなのに、そこからズレている、ズレているというのが「誤整合」や「整合不良」だろう。今のトランプ政権には「今のドル相場は誤整合や整合不良の結果だ」という考え方があると思われる。「アメリカが本来持つべき水準以上にドル相場が高くなっているので、労働者や企業には不利」との考え方だ。

ではそれをもたらしているのは誰か。報告書が冒頭に書いている「より自由でより公正な形で貿易の拡大」に必要な3条件のうち「不公正な通貨慣行」「為替レート誘導を目的とした政策」は国が主体だ。では「persistent exchange rate misalignments」の主体は誰か。端的に言えばマーケットだろう。「マーケットは持続的に誤整合、整合不良を起こす」という今の政権の考え方を背景に、今の過ぎるドル高はマーケットの「誤整合、整合不良」の結果だ、と言っているように見える。

多分為替市場における誤整合や整合不良（結果としてのドル高）は、視点を変えれば違ってくる。「ドルの金利は今後上がる。故の今の為替レートだ」と考えれば今のドル高は正しいということになる。しかし今の為替レートでアメリカは年間約 7000 億ドルを越える貿易赤字を抱え、労働者や企業が危機に立っているという視点で見ると、今の為替レートは「persistent exchange rate misalignments」であり、ドル高に過ぎると主張することが可能だ。

つまりマーケットをどの視点で見るかだ。ムニューチンは今の為替市場で起きているドル高の背景（米金利高）を知っている筈だ。しかし少なくとも政治人間としてのトランプには「今の為替相場は誤整合だ」としか写らない。

実は misalign という単語は 1985 年のプラザ合意の前後にも使われていた。例えば 2015 年に出た「The Plaza Accord, 30 Years Later」(Jeffrey Frankel, Harpel Professor of Capital Formation and Growth Harvard Kennedy School, Harvard University) という論文を読むと、「Some economists argued at the time that the foreign exchange market was “misaligned” or had been carried away by an irrational “speculative bubble” (Bergsten 1984; Krugman 1985; Cooper 1985; Frankel 1985). In any case, the trade deficit reached \$112 billion in 1984 and continued to widen.」という文章が出てくる。つまり「misalign」という単語を当時 (at that time) 頻繁に使ってエコノミストが多くいたことが分かる。バーグステンとかクルーグマンとか。

紹介した文章の最後が興味深い。「1984 年にアメリカの貿易赤字が 1120 億ドルに達し、その後も増え続けた」とある。これは今アメリカが抱えている貿易赤字に比べると著しく少ない。商務省が今年の 2 月の初旬に発表した 2016 年のアメリカの貿易赤字はモノだけで見ると 7343 億ドル、モノとサービスを合わせたケースのそれは 5023 億ドル。「1984 年の 1120 億ドル」という報告書の数字がどちらを指すかは不明だが、いずれにしてもまだアメリカの赤字は今に比べれば少なかったと言える。貨幣価値の変動はあるし、対 GDP 比でみないといけないが、数字としては大きい。

アメリカは為替市場が「misaligned」であり「speculative bubble」故のドル高だとして 1985 年 9 月 22 日に先進 5 개국 (G5) 蔵相・中央銀行総裁会議でプラザ合意を成立させ、そして発表した。その後のドル安が大きかったことはマーケットの記憶として鮮明に残る。つまりマーケットの人間としてはアメリカ (エコノミストや政府関係者) が「misalign」という短号を使い始めたら要注意ということだ。

《 a new Plaza Agreement ? 》

むろん 30 年前と今では環境は相当違う。アメリカが海外資本に依存しなければならない資金の規模も膨大に増えた。安易に「ドル安」を推奨したらアメリカの国内金融市場は資本流出で大きな混乱に見舞われ、長期金利が予想以上に上がってせつかく強さを取り戻した経済に打撃になる。それは「労働者や企業」にとって良くない。それを知っているからムニューチンは「長期的には強いドルが必要だ」と資本流出抑制のリップサービスしている。

ではトランプの短期的で政治的なメッセージ「ドルは強くなりすぎている」の是正はどうなるのか。もしプラザ合意時のように諸国が合意すれば、「合意発表＝声明」とか「協調介入」が方法になり得る。しかしマーケットの規模がはるかに大きくなった今の状況では安易で暴力的な方法ではむしろマーケットを制御できなくなる危険性がある。

「persistent exchange rate misalignments」には同じように「persistent warning and persuasions」が良いのかも知れない。しかし今のところアメリカがどの手段を念頭に置いているのか不明だ。もし「第二のプラザ合意」があるとしたら、半固定相場制などいろいろな方法が考えられる。例えば妥当なレベルを二国間で決めて、秘密裏に変動幅を決めるような方法だ。ベンチマーク・レートと変動幅を両方とも秘密にする方法も考えられる。

しかし恐らくアメリカの政権陣容が整わない今の段階では（副長官、次官、次官補などが大幅に欠員となっている）、具体策を決めるまでに至っていないのだろう。今後の問題でもある。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|------------------|---|
| 0 4 月 2 4 日（月曜日） | 2月の景気動向指数改定値
米3月シカゴ連銀全米活動指数
独4月Ifo景況感指数
休場=インドネシア |
| 0 4 月 2 5 日（火曜日） | 3月の企業向けサービス価格指数
米2月FHFA住宅価格指数
米2月S&PコアロジックCS住宅価格指数(22:00)
米3月新築住宅販売件数
米4月消費者信頼感指数
朝鮮人民軍創軍85周年
休場=オーストラリア、ニュージーランド |
| 0 4 月 2 6 日（水曜日） | 日銀金融政策決定会合(~27日)
2月全産業活動指数
ASEAN首脳会議・関連会合(~29日マニラ) |
| 0 4 月 2 7 日（木曜日） | 黒田日銀総裁会見
経済・物価情勢の展望(日銀)
米3月製造業受注
ECB定例理事会 |
| 0 4 月 2 8 日（金曜日） | 3月完全失業率
3月全国消費者物価指数
3月家計調査
3月有効求人倍率
3月鉱工業生産・出荷・在庫指数
16年度と3月住宅着工統計
1~3月英GDP
1~3月米GDP |

決算発表集中日

04月29日（土曜日）

EU 首脳会議で英離脱交渉指針採択

04月30日（日曜日）

4月中国 PMI

就任から 100 日を今週迎えるトランプ米大統領は今週水曜日 25 日に、個人や企業に大幅な減税を約束する抜本的な税制改革を発表する予定だ。しかし中味は全く不明だ。オバマケアの代替案が共和党内の軋轢で議会提出もされない中で、減税の予算がどこから出てくるのかも不明で、マーケットは半信半疑といったところだ。

今週は「壁建設」を巡る予算の話も出てきそうだ。重要なのは予算措置が取られなければ今週の金曜日にアメリカの政府資金が枯渇し、一部政府機関の閉鎖の危険性があることだ。またトランプ大統領は 26 日にティラーソン国務長官、マティス国防長官なども出席して「北朝鮮に関する上院議員へのブリーフィング」を行う予定。仮に北朝鮮が 25 日に核実験を実施したら、その翌日ということになる。つまり今週もホワイトハウスの動きは活発だ、ということだ。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日は雨がちでしたが、日曜日は良く晴れて気持ちの良い週末でした。染井吉野はもう都内の大部分の地域では終わりましたが、週末は八重桜が綺麗でした。例えば赤坂見附から歩いて直ぐの清水谷公園など。その他の地区でも、本数は染井吉野よりよほど少ないが所々にあって、それらが大きめで綺麗だった。しかしそれも終わりつつあって、千鳥ヶ淵などは今は新緑が綺麗です。

もっとも都心からちょっと車で走っただけで染井吉野系の桜も「これからが見頃」というところは結構ある。この土曜日には富士山麓でゴルフだったのですが、標高差のちょっとした違いで桜が見頃だったり、全くまだだったり面白い。「標高差で見る桜」というのも面白いなと思いました。今は富士山駅（旧富士吉田駅）の周辺から見て少し登ったところが満開。しかし少しでも標高が上がるとまだ見頃は先という状況。こうして文章を書いている間にも変化しますからどこが良いとは書けませんが、多分連休中はスバルラインの上の方が満開では。

- - - - -

ところで先週は青山の伊藤忠の前のテスラ（この会社は社名から「モーター」を取り外した）で新しい SUV を見掛けたので、その日のうちに予約を入れて試乗してみました。新しい車、特徴のある車を見ると実際に乗ってみたい気持ちが強まる。テスラの車に乗ったのはセダンの「S」以来。去年の9月末。でもそれからマーケットでは大きな動きが。なんとテスラの株式時価総額がフォード、GM のそれを抜いた。頭にそれが残っていたので、SUV の「X」にも乗って見ようという気になったのだと思う。

前回の「S」試乗のテーマは自動運転だった。そのことはこのコーナーでも去年の秋に

書いたと思います。今回の SUV 試乗は「自動運転には非対応」「準備中」ということで「乗り心地」に。伊藤忠前発で「青山三丁目→西麻布交差点前を左折→青山墓地前→青山一丁目交差点を見付け方向→清水谷公園の八重桜鑑賞→迎賓館回りで東宮御所」を回った。

SUV なので座席と視点がなくて景色が良いのは当然ですが、特徴は上から見ると良く分かるのですが、上部フォルムのすっきりしている。フロントガラスとルーフ、それにリアガラスが一体化している。切れ目がなく、一つの帯として存在する。実際に運転席や補助席に乗るとルーフが大きく開けている印象が強い。後部座席の両サイドも窓になっていて開放感が非常にある。「夏は暑くないかな」と思うくらいだが、クロの曇りガラスになっているのでそれほどではないのかもしれない。

運転席でハンドルを操作すると直ぐ分かるのは「この車は重い」ということ。助手席に座っていたテスラの人に「1トン以上あるよね」と言ったら、「その倍です」と。つまり2トンの重量のある SUV ということになる。車両重量2トンの車がスーとでるのだから凄い。重いのは車体の下に電池を敷き詰めてあるからですが、「それにもかかわらずこの加速は魅力だな」と思う。車が混んでいる都内ではなかなか思う通りの試乗はできないのですが、でも乗って初めて分かることもある。ただし後部ドアは上方開閉式なので、マンションなどの車庫では問題が起きるかも。

それでは皆様には良い一週間を。

《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ものです。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。》