

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2363号 2017年06月19日 (月曜日)

《 tug of war 》

それは新たな「綱引き」が始まったかのような印象を受けるものだった。さすがに警戒感が残しながらも政策実施においてはインフレ見通しに強気を通す FRB と、物価の先行きにどうしても強気にはなれずに長期金利の低下を繰り返してトライするマーケット。その綱引きの帰趨は、各種マーケットの先行きに大きな影響を与えるし、今後の経済、経済政策に対する基本的な考え方の変化をもたらす可能性がある。

――

当局とマーケットの間にはいつでも緊張関係がある。しかし政策を進める当局は運営の前提として、ある一定のシナリオを置く。例えば物価情勢に関して先週の FOMC 声明は「Inflation on a 12-month basis is expected to remain somewhat below 2 percent in the near term but to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term」と述べた。「中期的には、アメリカのインフレ率は FOMC の 2% 目標近傍で安定する (to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term)」というのが FOMC のシナリオだ。

5月の FOMC ではそれに相当する部分に関して、「The Committee views the slowing in growth during the first quarter as likely to be transitory and continues to expect that, with gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace, labor market conditions will strengthen somewhat further, and inflation will stabilize around 2 percent over the medium term. 」と述べていた。

その時に使っていた単語は「transitory」だった。先週の FOMC 声明では「transitory」という単語は使っていない。しかしインフレに関してはともに全く同じ表現を使っており、「そのうち 2% の我々の目標に上昇し、その近辺で安定する」と見ていることが窺える。つまりインフレに対して強気なのである。

6月の声明が「transitory」という単語を使わなかったのは「景気の鈍化は一時的・移行的な現象」と述べていた部分のうち、雇用環境が予想通り一段と改善したからだ。明示的に「インフレ率がなかなか上がらないのは transitory だ」と改めて声明に書くのは、FOMC としてもリスクが大きいと内心思ったからかも知れない。

しかしマーケットは、インフレ見通しに FOMC ほどには強気になれていない。それが明確

に出たのが、FOMC 声明が発表になった 14 日のマーケットだ。朝方発表になった 5 月の消費者物価指数 (CPI) にマーケットは敏感に反応した。労働省の発表で総合は前月比 0.1% の低下。エコノミスト予想の中央値は「前月比変わらず」だった。そうした中でのマイナスの数字。CPI 総合の低下は、同月まで 3 カ月で実に 2 回目。4 月は 0.2% 上昇だったが、3 月は 0.3% 低下していた。

この結果何が起きたかと言えば、米長期金利の大幅低下。「アメリカでも低インフレが定着した。もしかしたら FOMC の利上げ (その日午後の) そのものがないかもしれないし、今回あったとしてもその先は随分先だ」との見方を受けて、米指標 10 年債は一時 2.096% まで下がった。それを受けてドル・円相場が一時 108.81 円まであった。「利上げがないケース」「利上げペースが大幅に遅くなるケース」をマーケットは真剣に考えたということになる。

この指標 10 年債利回りは、13 日の引値の 2.215% と比べると大幅な低下であり、5 月のマイナスの米消費者物価指数に米債市場が大きな衝撃を受けた結果だった。そして重要なのは、FOMC がその後午後 2 時に利上げを発表したあとも指標 10 年債で見た米長期金利がそれほど上昇せず、前日のレベルを取り戻さなかったことだ。

その FOMC 声明では当局の見方として「Inflation..... to stabilize around the Committee's 2 percent objective over the medium term」との見方が示されていたにも関わらず。マーケットはその強気なインフレ見通しを信じなかったことになる。仮に信じていたとしたら、インフレ率 2% に対して 10 年債の債券利回りが 2.096% というのは理に合わない。10 年のリスクプレミアムがほぼゼロということになるからだ。

《 Voting against the action.... 》

アメリカのインフレ見通しに関して強気の FOMC と、それを疑うマーケット。「綱引き」と述べたのは、日々の経済指標の出方によって綱が右に引かれたり、左に引かれたりしてまるで「綱引き」のようになるからだ。それに呼応して米長期金利やドル・円相場のレベルは変化する。

例えば先週木金のマーケットでも 10 年債利回りが 2.2% に接近する局面もあったし、再び下げた局面もあった。ドル・円に関しても 108 円台から 111 円台にドルが戻したこともあった。しかしその「綱引き」の結果として、先週末の米指標 10 年債の利回りの引けを見ると 2.152%。結果論的に言うと「長期金利のレベルに対する FOMC 利上げの影響」はごく僅かだったと言っても過言ではない。としたらドル・円が 111 円台から更にドル高・円安に移行するのはなかなか難しい。実際に先週末の引値は 110 円台の後半となっている。

物価に対する FRB の強気と、それを疑うマーケット。どちらが正しいのか。マーケットの一部では、「FRB は、物価見通しに関して常に強気を続ける日銀に似てきた」との声も聞こえる。今まで FRB と日銀が「似ている」などという話は出てきていなかった。なぜなら出口

戦略を確実に進めてきた FRB に対して、日銀はその端緒さえ掴めていない。日銀と FRB では立ち位置が全く違う、というのが一般的な見方だ。しかし「インフレ見通し」に関しては、「実体以上に強気を装う金融当局」という括りでは「日米は同じではないか」というわけだ。

今までは FRB の金融情勢判断を比較的マーケットも共有してきたと言える。ゼロ金利解除から政策金利が 1% に接近するまでだ。FRB もマーケットの反乱を恐れて注意深く意思疎通を図ってきた。しかしインフレ見通しを巡って米金融当局とマーケットは今までにない対立関係が生じているように筆者には見える。

もともと短い声明で、理由が詳細に記されないために不明な面もある。しかし FOMC の投票権を持つメンバーの中にも、マーケットの見方に賛同していると思われる人物が出てきている。それはニール・カシュカリ委員。ミネアポリス連銀の総裁で、その主張は「Voting against the action was Neel Kashkari, who preferred at this meeting to maintain the existing target range for the federal funds rate.」というもの。

つまり今回は利上げをせずに、利上げ前の政策金利の水準 (0.75~1.00%) を維持すべきだったという主張。むろん、彼の主張の詳細は議事録などが出てこないと分からない。もしかしたらインフレ情勢以外の理由があるのかも知れない。しかしどう見ても彼の反対 (今回は利上げしない方が良いとの意見) の根拠の一つは、弱い物価情勢だろう。

FOMC の今後の政策展開を見る上で重要なのは、彼の主張が 3 人も空席が出ている FOMC の中で一つのボイスとして登場としていることだ。空席補充については、イエレン議長も「なるべく早く」と記者会見で述べたし、トランプ大統領にも案があると伝えられているが、「利上げ消極派」が空席を埋めるようになれば、物価先行き見通しに強気な FOMC の政策運営トーンが大きく変わる可能性がある。

《 lower world oil prices 》

「いずれ中期的にはアメリカのインフレ率は 2% 前後に上昇する」というイエレン議長中心の FRB 主流派の見方と、「そうとも言えない」というマーケットの見方のどちらが正しいのか。

一つ前提としてあるのは、政策当局は方向性を持たざるを得ない、という点だ。それはこのニュースでも何回も取り上げているが、今のアメリカの金融当局は「出口戦略」を始めただばかりの状態にあり、過去にない超金融緩和局面からの早期脱出と、次の危機に備えた政策発動余地の拡大を目指している。つまり「異常な状態」からの脱出を急ぎたいという中央銀行の本能があり加えて「今危機が起きたら、金融政策の発動余地は危機的に狭い」という恐怖がある。なのでインフレの先行きに対しては強気にならざるを得ない、という側面だ。

しかし「人間は記憶の囚人だ」という古くからの諺に従えば、中銀担当者のインフレ見通しも、「金融政策はこうあるべきだ」という見方も、実は時代の変化の中で見直しを迫ら

れているのかも知れない。マーケットは当局が持たざるを得ないような政策の方向性はないので、出てきた数字に比較的素直に反応する。

筆者の見方は今年6月5日の第2361号で述べた通りだ。その号では

1. なぜアメリカの長期金利が上がらないのか、その背景にある低インフレの背景は？
2. トランプが作り出そうと盛んに言う「jobs」は、雇用統計的観点から見てアメリカに必要な職か？
3. 世界的な株高の背景は何で、その持続性は？

などの問題を取り上げる中で、世界的な人口動向を踏まえて、また日米での雇用情勢の改善にも関わらず労働賃金がなかなか上昇しない問題を取り上げて、「インフレ率は世界的に上昇しない環境になっている」との見方を示した。それは日米でもそうだし、世界全体もそうだと思う。だから日米の通貨当局の「インフレ強気論」には強い疑念を持つ。

戦後の世界でもっとも直接的にインフレ率の上昇を誘発したのは石油だが、その石油価格はなかなか50ドル以上が定着しない。そこにあるのは技術革新だ。今後世界的に広がるオイル・シェールを使った化石燃料生産の増加。特に原油価格がバレル50ドルを上回ると増加する傾向が見える。

実は先週は原油価格がバレル45ドルを割った。カタールを巡って中東情勢が陰悪になり、サウジとイランの中東での権力争いが厳しさを増す中でも、世界の石油市場に価格高騰の兆しは出ていない。加えての世界的な労働環境の流動化（アウトソーシング、移民など）、そしてテクノロジーの変化（ロボット、AI などなど）。また世界の労働者の頭に鮮烈に残ったリーマン・ショックの記憶。

筆者は「テクノロジーの変化」に関しては「人間は職業を作る動物である」という見方でそれほど人類の先行きに懸念を持っているわけではないが、一般の働く人々の先行きに対する懸念は強いでしょう。よって、その面からも労働者一般の間で労働賃金の上昇を求める動きは強くなると考えるのが自然で、その不満は政治に向かう。

いずれにせよ FOMC は FF 金利の誘導目標を今回の 0.25% の利上げで 1.0 ~ 1.25% とした。政策金利目標が一番低かったのは 0.00 ~ 0.25%（プラス金利の最低）だったので、そこから 4 回の 0.25% 利上げを経て、FF 金利の現在の目標水準（3% と言われる）の三分の一の行程を終えたことになる。

もう一つ注目された資産縮小に関しては、FOMC は「Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans」という文章を発表して、今後の資産縮小に向けたプランを出した。ただしそれを何時発動するかについては「今年中」となっていて明確ではない。イエレン議長は記者会見で「比較的早く」と述べているので、大方の予想は 9 月を見ている。筆者は FOMC の利上げはこの資産縮小開始と同時ではなく、あるとしても 12 月ではないかとの見

方だ。

《 Macron Set for Convincing Victory in Parliamentary Elections 》

この週末に行われたフランスの国民議会（下院）選挙の決戦投票。仏メディアの速報では、マクロン大統領が率いる新党「共和国前進」が全 577 議席のうち約 6 割を確保した模様だ。

大統領選挙直後の予想では、「フランス国民は大統領府と議会の権力集中を嫌う」と言われて「国民議会選挙で共和国前進が議席を取ったとしても 4 割程度にとどまる」というのがフランス国内の見方だった。しかし最終結果はまだ出ていないものの、蓋を開けてみれば大統領と議会が完全に一つの色に塗られることになった。フランスが選んだ道としては異例だ。

「こんなの民主主義ではない」との意見はむろん出てきている。しかし実際にそうなった。今後 5 年間は「強力なマクロン政権がフランスで一極集中的に統治に当たる」ということになる。これはメイ首相が狙っても出来なかった、アメリカのトランプ政権も「そうしたいが出来ない」政治体制だ。

それにしても既存政党の崩れは目を覆うばかりだ。特に社会党。つい先日までは政権をとっていた。それがどうも 4 2 議席に落ち込むらしい。共和党も自慢できない。1 4 0 強の議席に。なぜフランス国民はあの国らしくない「権力の集中」の道を選んだのか。結局これまでの既存政党でも国民戦線でも、今のフランスが直面している問題を解決できそうもない。新しい若者（マクロン大統領は 3 9 才）に託してみよう、ということだと思う。

言えることは「マクロンの責任はとっても重い」ということだ。加えてフランスのように多様性を好む国でも「一気に権力の集中が起きる可能性（危険性）がある」ということが興味深い。それもごく短時間に。恐らく 4 年前にはマクロン氏を知っているフランス国民はごく少数だった。しかしその人物が大統領府と議会の両方を支配している。

今のイギリスのように権力が分散した形が良いのか（やや悲惨だが）、今回のフランスのように権力が集中した形が良いのか。特に後者についてはトップに立つ人間の資質、性格が重要だと思う。狭いドーバー海峡を挟んで二つの国が選択した二つの、そしてあまりにも違った権力の形。それはヨーロッパの今後を考える上でも興味深い。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|------------------|---|
| 0 6 月 1 9 日（月曜日） | 5 月貿易統計
5 月の中国主要 70 都市の新築住宅価格動向 |
| 0 6 月 2 0 日（火曜日） | 米 1~3 月期経常収支
豪中銀理事会の議事要旨公表（6 日開催分、10 : 30）
5 月主要コンビニ売上高 |

06月21日（水曜日）	4月全産業活動指数 黒田日銀総裁が全国信用金庫大会で挨拶 5月の訪日外国人客数（日本政府観光局） 石油製品価格調査
06月22日（木曜日）	5月粗鋼生産速報 ニュージーランド中銀が政策金利を発表 フィリピン中銀が政策金利を発表 米4月FHFA住宅価格指数 米5月CB景気先行総合指数 EU首脳会議（ブリュッセル ～23）
06月23日（金曜日）	6月の仏PMI速報値 6月の独PMI速報値 6月のユーロ圏PMI速報値 6月の米製造業PMI速報値（IHSマークイット） 5月の米新築住宅販売件数

この週末に日本のマスコミ各社は一斉に世論調査結果を発表。それによると例外なく安倍内閣支持率が急落している。日本経済新聞社とテレビ東京による調査では、安倍内閣の支持率は49%となり、5月の前回調査から7ポイント下がった。40%台に落ちるのは2016年3月調査以来という。

一方、共同通信社のそれは44.9%で前回5月から10.5ポイント急落。朝日のそれは41%で前回（5月24、25日実施）の47%から下落。読売のそれは49%で前回調査（5月12～14日）の61%から12ポイントの低下。一方で不支持率は41%（前回28%）に上昇。

一番安倍内閣支持率として低い数字が出たのは毎日新聞で、支持率は36%と出た。5月の前回調査から10ポイント下落。対する不支持率は44%で同9ポイント上昇した。毎日の調査で安倍内閣不支持率が支持率を上回ったのは2015年10月以来だという。

学校法人「加計（かけ）学園」の問題や、「共謀罪」の構成要件を改めて「テロ等準備罪」を新設する改正組織犯罪処罰法への批判、それを巡る強引な議会運営が安倍内閣に対する国民の批判を高めたと思われる。

こうした事態を受けて、今朝の日経などによると安倍首相は今年8～9月に内閣改造・自民党役員人事に踏み切る意向を固めたようだ。もっとも内閣の骨格は維持する見通しで、菅義偉官房長官や麻生太郎副総理・財務相は留任の方向。二階俊博幹事長も留任させる案が有力だという。「加計学園」の獣医学部新設問題などでの内閣支持率の低下を受け、人事で求心力を維持し、政権基盤の安定を優先させる構えで、今のところマーケットへの影響は小さいと思われるが、日本もいままでとはやや異なる政治環境になる。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。梅雨入りが宣言されたものの、雨の姿はあまり見えず。天気は総じて良かったが、肌寒さを感じる週末でした。それにしても、昨日の深夜にポルトガル対メキシコというコンフェデカップの試合をちらっと見たのですが、ポルトガルの選手は喪章を付けてプレーをしていた。国内で大きな、複数の山火事があつて、60人以上の方が亡くなったため。なにしろ同国では、40度を超す熱波、雨を伴わない落雷の中で数多くの地点で山火事が生じた。

フランスやスペインがポルトガルに各種の消火機器を提供しているようで、地図を見るとポルトガルの大きな火災現場はリスボンよりスペイン国境に近い。それにしても、ロンドンでのビル火災といい、最近では50人、60人という大勢の方がなくなる事故が多い。ポルトガルの山火事はどうやら自然災害ですが、ロンドンのビル火災は「人災」の色彩が強い。

カーン・ロンドン市長自身が、「もう何年にも渡る地方政府への住民による警告が無視されたこと」が大火災の原因の一つと言っている。ちょっと信じられないのはビル外部に貼られた断熱材がビル全体に火災を広げた要因、という点。つまり可燃物だった。ちょっとあり得ない話です。世界ではテロも頻発して、死者の数が50人、60人というのが通常のようになっている。以前より事故、事件の犠牲者の数がやたら増えているのが気になる。

- - - - -

それはそうと、筆者は最近ビットコインをスマホに実際に導入して使い始めています。この仮想通貨そのものが結構大きく相場変動して為替に似ており面白い。利用例としては日比谷の中華の店「聘珍樓」と、有楽町の「ビッグカメラ」。

「ビットコインで買い物」はずっとやってみたかったことですが、「よし、やろう」と思い立ったのは先々週かな。以前にアプリを導入して登録していた bitFlyer に情報入力し、そしてお金を入れることから始めた。銀行口座から。時間はかからない。もっとも直ぐに入れた日本円でビットコインが買えるわけではない。様々な認証が必要。この認証に数時間から丸一日。面白かったのは確認書類の提出が指定書類（運転免許証、パスポートなど）の写真データで出来ること。

振り込んだ日本円をビットコインに変換できたのは翌日かな。まずまずの金額の日本円をビットコインに変換して、「さて、どこで使えるか...」を調べた。ビッグカメラで使えるのは以前から知っていた。もう一度ネットで調べて、「聘珍樓も使えるんだ」と気がついた。だからその両方に行ってみました。聘珍樓では私が最初のビットコイン利用者でした。マネージャーと話をしたら、逆に感謝された。ビッグカメラは最初赤坂見附店に行ったのですが、使えるのは有楽町と新宿など一部の店舗だけと分かった。有楽町に。ビットコインを使えるレジはワンフロアに一機ほどしかない。

ビッグで「どのくらいのお客が来る？」と聞いたら、「一日にお一人くらいですかね」と。中国語でも説明が書いてあるが、「日本人の方が多いです」と。そのレジには、料金打

ち込みでQRコードが示されるスマホ形の端末があって、そのQRコードをこちらサイド（アプリにカメラの使用権を認めます）が読み取る形。エボルタネオなど数点を調子に乗って買いましたが、「海外でも問題なく使える....」というのがメリットかな。これでまた非キャッシュの支払い手段が増えたことになる。

それにしても数ヶ月前に最初にビットコイン導入を考えて調べたときは、「1ビットコイン=10万円」程度だった。その時の判断は、「これはちょっと高いだろう。安くなるだろうからその時に買おう」というものだった。しかし今回のレートは「1ビットコイン=30万円」くらいだった。ま、小物を買える程度しか投じてありませんから。相場変動を見てまた考えます。

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。》