

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2365号 2017年07月03日（月曜日）

《 taper tantrum 》

先週で2017年も半分終わりましたが、興味深いエンディングであり、今後のマーケットの波乱（小かもしれないが）とか変化を予感させる展開でした。今週は2017年後半マーケットの最初の兆候が出る。

半年間に大きく上昇した世界の株価。しかし半期末の先週は「債券相場の値崩れ→利回り上昇」の中で今後に波乱を予感させた。通貨ではユーロやカナダ、オーストラリアのドルが印象としては突如勢いを盛り返し、その一方で米ドルと円は共に弱い展開。原油相場など商品相場は総じて弱いまま。今週はいくつかの重要経済指標が発表され、先週の波乱の行方がある程度見えてくると思われる。一時的な「かんしゃく」なのか、少し長いトレンドの前兆なのか。

マーケット的視点からは、やはり高値持続を続けていた世界の債券相場が大きく動いたことに注目したい。今まで高値を維持してきた世界の債券相場は、国によって大きく下落し、利回りは上昇した。重要なのは、世界の債券相場の動きが、為替を動かす大きな要因となったことだ。

債券相場が世界的に崩れた背景は、ECB、イングランド銀行、カナダ中銀やオーストラリア中銀のトップなどから出た「出口示唆の発言」。「出口」と言えば今まで世界の眼はアメリカに集中していた。実際にアメリカは手探りながら出口戦略を進めている。「その他の中銀の出口突入はもっと先」とマーケットは見ていたが、突然いくつかの中銀からその示唆が出てきた。「それで驚いた」という側面がある。

ECBのドラギ総裁は何と言ったのか。いくつかの発言があるが、

「ECBはユーロ圏の最近の景気回復に合わせて金融政策を微調整するかもしれない」

「ヨーロッパでのデフレ圧力はインフレの力に置き換わってきた」

「ユーロ圏の物価の伸び悩みは一時的なもの」

など。彼は今後の政策運営に関して「微調整 (tweaks)」と言ったのだが、マーケットは「微調整」では済まなかった。債券相場はヨーロッパを中心に大きく売られ、その余波はアメリカに波及し、さらにその余波は日本にも到達した。しかしその後もドラギ発言の意味

合いを巡って見方が分かれている。神経質な展開だ。

ドラギ発言に関してマーケットが最初にもった印象は、今年間2兆3000億ユーロに達している債券購入を ECB が徐々に縮小し、その後は利上げに踏み込むのではないかとというもの。マーケットは「予想外に踏み込んだ発言」ととらえた。

「ヨーロッパの景気が徐々に回復に向かっていることは事実だが、ECB のトップの口から“出口”が語られることはまだ先」と見ていたマーケットには衝撃だった。ちょうど同じ時期にイングランド銀行のカーニー総裁もつい一週間前の発言（「今はその時期ではない」）をひっくり返して、「もしイギリスの経済活動が今より活発化すれば、金利を引き上げる準備がある」と述べた。マーケットはこれにも驚いた。

カナダやオーストラリアも同じような状況だ。数カ月前には追加利下げにも言及していたカナダ中央銀行は、国内住宅価格の大幅上昇が進む一方で低金利故に家計債務が拡大していることを懸念。金融引き締め姿勢に転じ始めているとマーケットでは見られている。カナダ中銀の次の一手は「利上げになる」との観測も浮上している。ふと気がつくと、「出口戦略の話」が出てこない先進国は日本一国になったような状況だ。つまり「日本の金利はどう見ても他の先進国ほどには上がらない」との見方が出来る。

故に、日経が週末に報じていた「世界通貨番付」（6月30日までの1週間）で見ると、最も上昇したのはカナダ・ドル（1.46%）で、次がオーストラリア・ドル（1.33%）。あとはユーロ（1.31%）、スウェーデン・クローナ（1.29%）、そして英ポンド（0.89%）となっている。

ちなみに米ドルは1.18%、日本円は1.25%の各マイナスで、ビリ争いだった。つまり先週の為替市場では全体的に見て加重平均ではドル安・円安だったということだ。逆に言えばドル・円はやや円安になった程度であり動かなかったと言える。円はユーロやポンド、オージーに対して大きく下げた。

ドラギ総裁の発言については、「誤解されている」とのコメントも ECB サイドから出ている。ECB のインフレ目標は日米の中銀と同じプラス2%。しかしヨーロッパの全般的なインフレ率はやっと1%を上回ったばかりだ。確かに景気はギリシャを含めて良くなっているが、今後インフレ率が大幅に上昇するほど強くなるとは予想されていない。あくまで観測気球を上げただけだという見方もある。

ECB の中で“出口”が真剣に討議されていることは確かなようだ。ドイツ連銀のワイドマン総裁はこの週末に「It will hopefully come and we're working on that, we're also discussing it」と述べた。市民との対話集会での発言だ。

同総裁はかねてからドラギ総裁の超緩和策に批判的なことで知られる。ドイツを含む北欧諸国は総じて ECB の超緩和策には批判的だ。しかしその事を勘案しても、彼の発言は ECB の中で出口が真剣に討議されていることを確認するものだ。

彼は当然 ECB でも金利策定委員会のメンバーだ。アメリカが出口に向けてゆっくりと動いている中で、ヨーロッパやカナダ、オーストラリアなどが出口戦略を討議するのは何ら

不思議ではないとも言える。マーケットがそのことに今更ながらに気づいた、というわけだ。考えてみればその「気付き」はやや遅かったかも知れない。そのマーケットの気付きの遅さ、ある意味での油断が先週のマーケットの波乱に繋がった可能性が高い。一部ではその騒動を2013年のバーナンキ時代の「taper tantrum」（「tantrum」とは「かんしゃく」）になぞらえる向きもある。

《 Hawkish talk, dovish walk ？ 》

問題は今の状態を「taper tantrum」と呼ぶか呼ばないかではなく、アメリカに加えてヨーロッパ、カナダ、オーストラリアなどが本当にマーケットがおののくほどに「出口」に向かって動くかだ。筆者は「なかなかそういう展開にはならないのではないか」との見方だ。

欧米のマーケットで使われていて、私が興味を持っている表現に「Hawkish talk, dovish walk」がある。それはリーマン・ショック以降の世界の先進国中銀トップの発言・行動を、ある意味端的に表した表現だ。つまり「タカ派的に語り、そしてハト派的に歩む」。口では「出口」とか「緩和縮小」と語るが、実際に行動するときには極めて慎重になるという傾向を指す。

これは「to talk hawkish, to walk dovish」とも表現されるが、その前半については「中央銀行家のサガ」とも言えるものだ。何せ彼等はその人生において「高率インフレ」を何よりも警戒する。実際に体験し、中央銀行のあり方をしばしば問われてきたからだ。だから少しでも兆候が出るとhawkishに語る。

しかし実際にはリーマン・ショック後の世界各国の経済では「conundrum」（謎）が一杯だ。「ユーロ圏の物価の伸び悩みは一時的なもの」との先のドラギ発言は、インフレに関して「低インフレは一時的」というFOMCの声明文に繰り返し出てきていた表現とよく似ている。それと瓜二つだと思うのは私だけだろうか。

上がらないインフレ率、それに関連して失業率が低下しても労働賃金が上がってこない現実。「謎」のまま、世界主要国のインフレ率が共通目標である2%に軒並み届かない現状ではwalking dovishにならざるを得ない。実際にアメリカの出口戦略を見ると2015年に一度利上げた後はなんと1年間も次の利上げを見送った。ヨーロッパもそうならない保証はない。

アメリカでは、それからの三・四半期は一・四半期に一度の割合で利上げをしている。しかしここに来てFRBの中にも、「利上げのペースが早過ぎる」との意見が出ている。

その代表選手はセントルイス連銀のブラード総裁だ。同総裁は先週の金曜日にCNBCに出演して「最近のFOMCの利上げペースは果敢過ぎる（too aggressive）」と述べ、「The U.S. Federal Reserve should defer on its rate hike agenda until concrete reforms emerge from Washington」「weak data has undermined the Fed's hawkish stance」「The Fed can afford to wait and see what comes out of the political process」などと述べた。

同総裁は「On rates, I'm the most dovish on the committee right now」と認めながらも、米利上げの一息論を提唱している。その面でも今週発表になるアメリカの各種経済指標は注目だ。

ヨーロッパはアメリカに増して景気は良いのか。スタート台が低かった分だけ、「思ったより良い」感は強いかも知れない。しかしスペインにしるポルトガル、ギリシャにしる、やっと雇用情勢がよくなりかけたところであり、「完全雇用状態」で失業率が4%台の前半のアメリカと比較すれば「景気が良い」とはまだまだ言えない。

ドラギ総裁が「インフレに警戒的なドイツなど北部ヨーロッパ諸国の懸念」に呼応していることは分かる。しかし実際に ECB が出口戦略を発動するとなれば、南のヨーロッパ諸国からは大きな反発が起こるだろう。またヨーロッパにとっては利上げ観測、緩和縮小観測が高まってユーロが強くなりすぎるのも問題だ。

先週も取り上げたが、世界の物価情勢に大きな影響を与える石油価格は50ドルを割り込んだ状態が続いている。中東の危機が進行し、カタールを巡る緊張が高まって武力対立の可能性が囁かれる中でも、石油供給を巡る危機感は出てきていない。

むろんドイツ連銀総裁が言うように出口論議は始まっているだろう。しかしヨーロッパでも、出口にいったん立っても、そのまま入らずに引き返すような「walking dovish」な金融政策になることも予想される。ということは先週見られたポンド高、ユーロ高などはやや行き過ぎの感がするが、マーケットにはモメンタムがあるからどうだろうか。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|--|
| 07月03日（月曜日） | 6月調査日銀短観
17年上半期・6月車名別新車販売台数
6月消費者態度指数
ユーロ圏5月失業率
米6月ISM製造業景況指数
米6月新車販売
米5月建設支出
6月の中国マークイット製造業PMI
休場＝カナダ |
| 07月04日（火曜日） | 6月マネタリーベース
6月短観企業物価見通し
米国市場休場（独立記念日のため） |
| 07月05日（水曜日） | 米5月製造業受注
6月13・14日開催のFOMC議事録 |
| 07月06日（木曜日） | 6月の米ADP雇用統計
新規失業保険申請件数速報 |

07月07日（金曜日）

6月の米ISM非製造業景気指数速報

5月毎月勤労統計調査

5月景気動向指数

米6月雇用統計

G20首脳会議開幕(ドイツ～8)

それにしても、先週から強く思うのは日本でも世界でも政治の世界で使われる「言葉」が軽く、かつ汚くなっていることだ。対立型政治の蔓延。それには本当に驚く。日本の国会でのやり取り、日本の国会議員の車内録音されたみっともない発言の数々。こんなに言葉を運ぶ手段が豊かになったのに、そこを行き交う言葉は特に政治の世界で汚くなっている。困ったことです。日本の防衛大臣の発言は、とても言葉を扱う弁護士の発言とは思えない。日本の国会で交わされる言葉にも耳を疑う。

トランプ大統領のツイートもまた一段と汚くなっている。女性キャスターに対する言葉使いには目と耳を疑った。ホワイトハウスはそれを「当然」と言っている。今朝はまたCNN攻撃に出ているようだ。さすがにアメリカではトランプ大統領に対して「資質論」が再噴出してきているが、当の本人は相も変わらず朝早く起きて矢継ぎ早にツイートを汚い言葉を吐き出す。対立を煽る。いつまで続くのか。

むろん人間は論理よりも言葉により強く反応する動物だ。なので、注目されたかったら「強い言葉」を選ぶ傾向がある。しかし全体に行き過ぎてはいないか。マーケットには直接関係ないことのように思えるが、やはり世界的に進む「社会の分断」の影響があると思う。つまり「共感の喪失」。

対して全体的にスポーツ選手の言葉は綺麗で、かつ饒舌なほどに気持ち良い。今朝もドイツに負けたチリのキーパーのインタビューは良かった。なぜでしょうか。スポーツの結果には「事実」があり、それに関して言葉を発すれば歴然として事実を語る事になるからかも知れない。

政治はそうはいかない。事実をどう解釈するかは自由。結局世界全体で言葉とその運搬手段が豊かになった分だけ多様で、かつ分断的な立場・見方が増えて、それがぶつかり始めた印象がする。そうした中で今週末にはドイツでG20が開かれ、様々な組み合わせで首脳会談が開かれる。一番注目の顔合わせは「トランプ vs プーチン」でしょう。「トランプ vs 習近平」も興味深い。どのような言葉のやり取りが交わされるのか。

注目の週末の米雇用統計のうち、非農業部門就業者数は18万人弱の増加予想。その他アメリカからはISMの製造業、非製造業の指数が出る。ブロード総裁の見方の正しさが証明されるかもしれず、一方で「やはりアメリカは強い」と出るかも知れない。今週はアメリカでは車の販売に関する統計も出る。自動車ローンの劣化が言われている中で、どのような数字が出るのかも注目だ。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。二日とも全国的に雨か曇りの冴えない天気でした。しかし連日40度の熱波で大きな山火事が起きたヨーロッパやアメリカの一部と比較すると、日本は7月初めらしい天気です。しかしそれでも、野外で予定したことが出来なかった人も多かったのではないのでしょうか。南から梅雨は明けてきていますが、まだ暫く雨がちの天気が続くかも知れない。

それにしても、昨日の夜から今朝にかけてのコンフェデ杯の3位決定戦と優勝決定戦はどちらも厳しい、時に荒れ気味の試合でした。結果どちらもヨーロッパ勢が勝った。3位にはクリスチアーノ・ロナウド抜きでポルトガルが、優勝は主力を外した若きドイツが。ドイツは凄い。知っている選手がほとんど抜けている中での優勝。チリも良く戦ったが、肝心のシュートを後半だけで2〜3本は外した。

決定機を生かしたドイツの凄さが目立った。南米勢は二試合で負けて、改めて「サッカーの中心地はヨーロッパ」の印象が残った。来年はワールド・カップ。ドイツに負けを付けるのはどの国になるのか。チリの選手達の涙が印象的でした。その横で喜ぶ若きドイツの選手達。印象的なシーンが最後でした。

東京では2日は都議会選挙でした。結果に対する筆者の印象は、「都民はスッキリするほど明確に自民党に負けを与えた」というものです。自民党が獲得した議席は僅かに23。過去最低（38、改選前は57）を下回り、少し間違えば共産党（獲得議席19）を下回りそうになった。「政権選択の選挙ではないので、都民は後顧の憂いなく他党、具体的には都民ファーストに票を入れた」というのが当たっていると思う。

テレビなどは昨夜から「都民ファーストの勝ち」と言っているが、「そうだろうか」と思う。実は都民ファーストの議会、知事が何を目指し、何を生み出すか不明な面が多い。これからです。自民党の下村幹事長代行が「逆風が吹いた」と言ったそうだが、それもおかしいでしょう。逆風を吹かしたのは自民党そのものです。過半数64に対して都民ファーストなど小池都知事支持勢力が公明党を含め79議席を取った。自民党の23は、全員当選の公明党と全く同じ議席。どう見ても国政で圧倒的な国会での議席と政権を取っている政党の獲得議席ではない。

自民党は一人区、二人区の大部分で負けた。「民意が（自民党を）離れた」ということだ。何故か。それは「自壊」だと言える。「どこに入れられるか」と迷いながら投票所に行ったが、どうしても自民党の候補者の名前を書けなかった、という人が多かったのだと思う。これで都民が自民党に勝利を与えていたら、「都民の方々は何かをお考えなのか.....」と全国の方に思われかねなかった。

実際の所、この数ヶ月の安倍政権の発言・所業は驚くほど粗雑だった。能力のない閣僚、不規則発言を繰り返す閣僚・政権要人。「おごり」がここかしこに見えた。国会審議は中間省略する。それは法案に賛成・反対の領域を越える乱暴さだった。国民の多くは「これは

おかしい」と違和感を覚えたのだと思う。当然都民もそうだった。

今回都民は思い切って政権とそれを支える自民党に違和感を表明出来た。政権選択の選挙ではなかったからだ。政権選択の選挙だったら、「自民党は許せないが、他党の政権の酷い混乱を再び見たくない」と思う人も出ていたと思う。

これから問われるのは都民ファーストの会と国政を担う自民党です。前者は「議会・都政改革とは一体何を意味するのか」ということを具体的に都民に示さなければならない。国政進出の話があるが、「都民ファースト」の党名のままでは無理でしょう。安倍一強政治は、その基盤が揺らぐ事態になった。安倍政権は「都民に突きつけられた“ノー”を国政運営上どう考えるか」「どう態度変更をするのか」「国民とどう向き合うのか」がポイントになる。それに失敗すれば、「ポスト安倍は誰か」という問題以上に、事態は大きく動く可能性がある。

都民、自民の舵取りは共に難しい。一方で小池都知事はオリンピック・パラリンピックでは絶対的に政府と協力関係を築かなければならないし、実は「都民」とひとくくりに言っても実は多様な人々の集まりです。フランスではつい先頃まで政権を取っていた社会党が、先の選挙で消え入るほどの存在になった。小池知事はマクロンほど若くないし、作った政党はその名称から「都内政党」だ。しかし「既成政党に対する不信感」が東京でも出た、と言えるのかも知れない。既成政党の危機です。

それでは皆さん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。》