

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2366号 2017年07月10日 (月曜日)

《 proceeding with conundrum 》

「実体経済の現状と先行きには疑いの眼を向けつつ、中央銀行サイドの緩和縮小の動きにはしっかりと関心を払う」というのが今のマーケットのスタンスかな、と思いました。マーケットは両睨みだから、まだしばらくは不安定とも思える。

先週は年後半の最初の週でしたが、トレンドが出たようには思えなかった。世界の債券相場の高値修正は続いているが、だからといって世界的な金利上昇の大きな流れが見えたわけではない。株式市場は先行き見通しが不安定な分だけ日々振れ、為替市場では「どちらにしても緩和縮小が遅れる日本の円がやや売られ気味」といったところ。

思ったのは、「コナンドラム (conundrum) が残った曖昧な環境の中でゆっくりと緩和縮小に手を染めていくのは、FRB にとっても理想的な環境かも知れない」という点。コナンドラムとは「失業率が完全雇用状態に下がってきているのに、労働賃金が上がってこない」という問題です。

先週末発表になった米6月の雇用統計 (後述) もそうだった。しかし考えてみると「謎」がないなかで、つまりマーケットがアメリカ経済の先行きに懸念なきほどに強気な環境の中で緩和縮小をやったら、それこそ長期金利はスパイクしかねない。それはアメリカにとって不必要なドル高を招き、債務が膨らんだアメリカ経済を冷やし、アメリカ経済のリセッション突入に窓口を開いてしまう。

そう考えると、「(FRB の景気・インフレ率に対する楽観的な見方に) 疑いの眼を向けつつ、緩和縮小の動きには関心を払う」という今のマーケットの状況は、FRB にとっても悪くない。だから「“謎” については良く分からない部分がある」と言いながら、FRB は実は静かに今年9月になったら保有資産の縮小に乗り出すのではないかとも思える。

しかしそのためには、少なくとも疑問が疑問として残るくらいの数字が出続ける必要がある。例えば今週14日に発表になる米6月の消費者物価が5月に続いてマイナスになるようだと、FRB が資産縮小に踏み切れる環境そのものが壊れかねない。

先週末に発表になった米6月の雇用統計は、非農業部門の就業者数が予想の約17万4000人増を大幅に上回る22万2000人増。前2ヶ月の就業者数も4万7000人上方改定されて、「申し分ない数字」となった。6月まで3カ月の平均で就業者数の増加幅は19万4000人と

なったが、これは昨年の年間平均（18万7000人）を上回る。

6月の失業率は0.1パーセンテージ・ポイント上がって4.4%になったものの、依然としてFRBが「完全雇用状態」と呼ぶ範疇の中に入っている。その意味では「9月の保有資産縮小、年内のもう一度の利上げ」を強く予感させるものだった。これを受けてニューヨークの外国為替市場ではドル・円は一時114円台を付けた。今朝は113円台の後半。

しかしマーケット心理の一方向への傾きを阻止したのは、相変わらず「低い労働賃金の上昇ペース」。6月は月間0.2%。年率にして2.5%に過ぎなかった。前回米失業率が4%台の前半だったときにはアメリカの労働賃金の伸びは4%に達していたので、引き続き「なぜ賃金は上がらない？」という疑問・謎が残ったままだ。

その疑問が解けないが故に、マーケットは「金利上昇」ムード一辺倒にはなれずに、FF金利の先物を見ると依然として来年末までのFF金利の水準は「今後2回の利上げを見ている程度」（FRBの計画では4回の利上げ）だし、米長期金利は指標10年債で2.39%程度。良好な雇用統計故に指標10年債の利回りが2.5%を上回った、ということはない。

改めて今週14日に発表になる米6月の消費者物価指数は非常に重要だ。もしこれが5月に引き続いてマイナスになるようなら、FRBのシナリオは「1～2ヶ月の統計のブレ」程度の説明では苦しくなる。

《 take note of the decision of the United States 》

騒擾のハンブルクで開かれたG20は、気候変動に関しては「take note」の対象としてまたしてもアメリカを取り上げた以外は、概ね「合意できた」という点を強調して終了した。世界のリーダーの中で一番トランプ米大統領と考え方の上で距離があると言われるメルケル首相が主催。

一部では「首脳宣言も出ないのでは」とも言われたが、面と向かって人と会うと急に愛想が良くなるトランプ氏の性格もあってか、またトランプ氏を含めて各国首脳がバイの会談故にしばしば議場を後にしたからなのか、各国が激論を交わすという場面はなかったように見えた。

出てきた首脳宣言を見ると、構成は先のイタリアでのG7のそれによく似ている。環境問題でアメリカに「take note」し、貿易に関してはアメリカの主張を取り込みながら宣言を構成した。筆者にとって今回のG20で一番驚いたのは、来年はアルゼンチンでその次、つまり2019年は日本がG20の主催国になるという点。

その他は事前に予想された範囲だ。世界のマスコミの伝え方は二様で、「ともかく合意できた」（FTなど）というものと、「深い溝が残り、世界の協調には課題」（日本の多くの新聞の見方）という見方と。

全体的な印象を言うと、「西側のリーダー国アメリカ」というイメージはすっかり消え、むしろ「結束乱し国」の風情。「今後の世界は誰が引っ張るのか分からない」ということははっきりした。あるヨーロッパの高官は、「世界はまるで第一次世界大戦直後のようだ。ア

アメリカは自らが提唱した国際連盟に参加せず、世界の指導国を降りた。そのような状況かと述べた。アメリカは今回の場合は熱心に説いてきた「自由貿易」「環境保護」の二つから降りた。確かに似ている。

アメリカの立場に他の参加国が「take note した」とそのまま宣言に出したのは、環境の部分。「We take note of the decision of the United States of America to withdraw from the Paris Agreement. The United States of America announced it will immediately cease the implementation of its current nationally-determined contribution and affirms its strong commitment to an approach that lowers emissions while supporting economic growth and improving energy security needs. The United States of America states it will endeavour to work closely with other countries to help them access and use fossil fuels more cleanly and efficiently and help deploy renewable and other clean energy sources, given the importance of energy access and security in their nationally-determined contributions.」

アメリカは離脱したが CO2 削減には努力しますと言っている点が、宣言では強調されている。この点は、トランプ政権の中ではパリ協定残留を一番熱心に主張した娘のイバンカが、父親が席を外している間に各国の首脳に並んでアメリカ代表の席に座ったことでも示されたような気がした。父親は選挙民に顔を向け、イバンカは国際社会にアピールしたとも受け取れる。

ロシア代表の一人がツイッターに掲載したと言われる写真では、どのセッションかは不明だがイバンカ（一応大統領の補佐官ではある）が中国の習近平とイギリスのメイ首相の間に座っている。多分トランプ大統領が「座っている」と言ったのだろう。特に発言はしなかったようだが、極めて異例だ。

参加者も驚いただろう。「おいおい、G20 の首脳会談もファミリー・ビジネスかい」と。長年この手の首脳会談取材している BBC の記者が、「“G” がつく首脳会談の席に大統領や首相の代わりに家族が座るなんて初めて見た」「普通は閣僚が座る」と言っていた。トランプは非上場会社の社長だから公私の別は徹底していない、それを G20 に持ち込んだとも言えるが、今のアメリカの政権の異質ぶりが際立った瞬間とも言える。

《 continue to fight... but.. 》

貿易に関しては、先のイタリアの G7 サミットでの立場のほぼ踏襲。「continue to fight protectionism including all unfair trade practices and recognise the role of legitimate trade defence instruments in this regard」と謳っている。保護貿易主義とは戦う。しかしその保護貿易主義には「全ての不公正な貿易慣行が含まれる」とし、「この点に関連して、貿易防御（保護）の為の合法的な措置（ツール）の役割を認識する」と書き込んだ。つまりこれは、不公正貿易慣行に対して防御措置を発動する権利を認めたとい

うことだ。明らかにアメリカの主張を入れている。

こうした点もあって世界のマスコミは「G20 はまたしてもトランプのアメリカに振り回された」と書いている。むろんそういう面はある。しかし筆者は逆の視点から、トランプ大統領も自分が選挙戦での約束（公約）に振り回されていると考える。宣言で「take note」の対象になったと言うことは、「その国（アメリカ）に力はあるが、仲間の中では孤立している」ということだ。実際に貿易・環境で特にそうだった。

G20 参加国が対アメリカで事前に打った対策の中で一番優れていたのは、日本と EU の間で大枠合意した EPA だろう。時間はかかるが日本と EU との貿易は大幅にバリアフリーに接近する。焦ったのは EU と競争関係にあるアメリカの産業だ。例えば農業。

トランプのアメリカは TPP を蹴ったので、今主要国（日本など）との間で関税を引き下げていく枠組みがあちこちで欠落している。それ故に FTA の交渉を対日でも対イギリスでも急ぐのだが、その間に日 EU の EPA などアメリカを除く各国の貿易は進む。アメリカの豚肉生産者協議会などの怒りは日本にも伝わってきている。当然だろう。

攻められる一方の米製造業に対して、アメリカの農業は遙かに国際的産業だ。常にオーストラリア、アルゼンチン、EU との競争関係にある。アメリカの対日圧力が強まるとも思えるが、トランプの政策はアメリカでも不評を買い始めている。

トランプ大統領は主に中西部の smokestack（煙突）産業に携わっているか、携わっていた人々の支持で当選した。しかしそれら鉄鋼・石炭などの産業は文字通り「煙で先行きが見えにくい」産業であり、アメリカで口の悪い人は「死に体産業」とも呼ぶ。その先行きの怪しい産業関係者への約束で当選し、それに沿った政策を取ると言うことは、アメリカが国際競争力を持つ農業とかハイテクなどの産業を、場合によってはないがしろにするということだ。

アメリカの豚肉生産団体が焦っているのは一例に過ぎない。ハイテク産業は優秀な人材が海外からでも欲しい。しかしトランプ大統領はそれを一部で妨害している。だから筆者は「トランプ大統領は自らの公約に振り回されている。実は焦っている」と見る。その観点からすると、アメリカ抜きでも 11 カ国で TPP を発足させることが出来たら、それはトランプ米政権に対するかなり有効な一手となるだろう。

アメリカが日本やイギリスとの FTA 交渉を急ぐのは、TPP から離脱して主要国との取り決めもない今のままでは、アメリカが国際貿易で不利になるからだ。むろん首脳宣言が認めてしまったので、例えば鉄鋼などでアメリカが自国の産業を守る強烈な措置を打ち出すかも知れない。しかしそれが長い目で見てアメリカ経済を強くするかどうかは不明だ。

- - - - -

今回の G20 サミット首脳宣言を読んで全体的に言えることは、世界経済に対する懸念は著しく後退したということだ。今の世界経済を見ると、ECB のトップまでが「出口戦略」を話題にするほどになっている。アメリカも途上国も日本も、総じて華々しくはないが経済は良い。トランプ大統領の保護主義の主張にも関わらず、特に世界的な貿易不調は起きてい

ない。世界的な株価上昇の背景だ。

宣言では最初に「金融・財政あらゆる手段を発動して……」と言っているが、切迫感はない。これは良いことだ。必ずしも G20 の成果とも言えないが、世界の経済にとっては前進と言える。G20 は共通目標に関して「strong, sustainable, balanced and inclusive growth」と言っている。inclusive が改めて入っているが、そこにはあまり緊張感を感じない。この単語は 1～2 年前の方が新鮮な響きがあったし、切迫感も強かった。

しかし今年は大きな選挙は過ぎた。イギリス、フランス、オランダなど。私が知る限りでは今年に残る主要国の選挙は秋のドイツの選挙くらい。そもそも G20 で「具体策を討議」「成果を出す」という雰囲気ではなかったような気がする。協調を演じることが出来れば上出来のサミットだった。

今後注目されるのは日本だ。むろん国政選挙が予定されているのは来年の末だが、日本の長期政権である安倍政権に対する支持率の急落は注目に値する。この週末に出た一連の世論調査では軒並み支持率が 30% 台となっている。不支持率の方がはるかに高い。「何をやっても支持率が落ちない安倍政権」の面影はもうない。安倍政権は 8 月の初めに内閣改造を行う予定のようだが、コアの部分は変えない方針だという。国民の安倍首相を見る目が変わるかどうか。

ところで G20 が再来年、2019 年に日本に来ると発表になった。来年はアルゼンチンだそう。ハンブルクも荒れたが、アルゼンチンも荒れそう。2019 年に日本の首相が誰になっているか知りませんが、ハンブルクがああいう騒擾状態だったので、日本も開催場所を考えないといけない。

《 rule-based monetary policy ? 》

今週の予定の中で一番の見所は 12～13 日に予定されているイエレン FRB 議長の議会証言でしょう。FRB の HP によるとイエレン議長は 2014 年 2 月 3 日に議長に就任しており、一期目の任期は来年の 2 月 3 日まで（新旧は一日任期がだぶる）。トランプ大統領の意向次第だが、来年の同日には議長を退く可能性がある。2 月の FRB 議長の法律に基づく議会証言は 2 月の中旬のため、ジャネット・イエレン氏にとって FRB 議長としての最後の議会証言となるかもしれない。

注目は 6 月の FOMC でも討議され、方針としてまとまった「資産縮小の年内着手」に関わるもの。特に着手時期。証言内で明確に時期は示されないだろうが、経済指標などのからみで 9 月なのかそれとも年末 12 月なのかの感触が掴めるかも知れない。もっとも FRB は FOMC ごとに声明で当面のアメリカ経済見通しを述べ、四半期ごとに数字も発表している。特に議会証言だからといって大きな発表などはないと考えるのが自然だ。

今回の議長証言とそれに関連した議員とのやりとりで注目されるのは、資産縮小時期が 9 月なのか 12 月なのか分からないといった「FRB の裁量」に関する問題。かねて米議会には「現在の FRB には大きな裁量余地が与えられすぎている」「故にアメリカの金融政策は透

明性を欠く」との意見がある。もっと「ルール」に基づいた金融政策が必要なのではないかと、との意見だ。その「ルール」とは例えば「テイラー・ルール」。

これはジョン・ブライアン・テイラーが1993年に提唱したもので、インフレや国内総生産（GDP）といった経済変数に従って政策金利水準を決めていく金融政策。これは「望ましいとされる金利水準と経済変数間の関係式」なのだが、FRBは従来からこれには反対の意見だ。それはそうだろう。「変数」そのものがどのくらい正しいかも立証されていないし、「変数」として挙げられたもの以外にも経済を動かしている要因は数多い。FRBは「裁量を大きく取りながら金融政策を決めるのがベスト」との見方だ。

しかし議会にはマーケットにも金融政策策定で何らかの「ルールが必要」との意見が以前からあるし、今も議会の一部の人々はそれを要求している。イエレン議長が再任されずにトランプ氏が次の議長を選ぶ際には、このルールの提唱者であるテイラー氏その人が議長に選ばれるのではないかとこの見方もある。たぶんこの問題も取り上げられるので、マーケットとしても注目したい。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|---|
| 07月10日（月曜日） | 5月の国際収支
5月の機械受注
6月の対外・対内証券売買契約
日銀支店長会議
6月の景気ウォッチャー調査
7月の地域経済報告（さくらリポート）
6月の中国消費者物価指数、卸売物価指数 |
| 07月11日（火曜日） | 6月のマネースtock速報（日銀） |
| 07月12日（水曜日） | 6月の企業物価指数（日銀）
17年上半期中古車販売台数
石油製品価格調査
TPP首席交渉官会合（神奈川県箱根町、14日まで）
イエレン米連邦準備制度理事会（FRB）議長が下院で証言
米地区連銀景況報告（ページブック） |
| 07月13日（木曜日） | 経済同友会夏季セミナー（長野県軽井沢町）
イエレン米FRB議長が上院で証言
6月の中国貿易統計
6月の米財政収支 |
| 07月14日（金曜日） | 米大統領が仏革命記念日のパレード出席（パリ）
6月の欧州新車販売（欧州自動車工業会＝ACEA） |

6月の米C P I

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。九州の北部では大雨が続いて大きな被害が出ました。まだ行方不明の方も多し、孤立状態の方々も少なくない。亡くなられた方も多く、早く天候が回復して復興作業が開始され、多くの方が元の生活に戻れることをお祈りします。対して、関東などは暑い日が続いている。日曜日など一部では35度を超えた。厳しい夏です。

ニュースを見ていると今年は本当に気象に関するニュースが世界全体で多い。ヨーロッパの熱波と山火事、アメリカでの竜巻発生件数の増加、それに熱波と山火事。他国の事かと思っていれば日本では九州北部などを襲った大雨。線上降水帯という言葉は数年前の広島での災害で覚えましたが、今回も同じ気象状況が九州で発生している。気象に詳しい人の話では、全国どこでも発生しうるとのこと。今年の夏の残る期間に再び発生しないか心配です。

ところで6月末の話ですが、生まれて初めて「宿坊」という場所に泊まりました。所用があって一族と信州の長野・善光寺に行く用事があったので、宿坊をお宿に選んだ。善光寺の表参道沿いにある淵の坊さんという「宿坊」でしたが、予想外に居心地が良いのにビックリ。木造に見えるが鉄筋作りだし、お部屋も多く、心配だった精進料理も丁寧に作られていた。

全国の有名なお寺回りには「宿坊」が結構ある。お寺さんだが、今はおなじみ客やお寺さん参りに来る人のためにもっぱら宿泊所になっている場所。善光寺さんの前には結構な数の「宿坊」が並んでいる。以前から「いつか泊まりたい」と思っていたのです。前回御開帳の時にも善光寺前に宿泊したのですが、宿坊は一杯で仲見世の中の旅館に泊まった。

宿坊は居心地が違う、料理が違う。数年に一度泊まるには良い。冷暖房完備、wifi も使えて、そしてトイレもウォッシュレット。「近代的過ぎるじゃないか」と思われる人もいるでしょうが、そこはやはり建物の構造が違いますし、一番肝心なのは「そこはお寺さん」という点。午後8時には玄関は閉まっていた。

淵の坊さんは数ある宿坊の中でも「料理が美味しい」という評判で選びましたが、実際に料理は心がこもっていて、素材も良かった。善光寺の「お朝事」（お数珠頂戴など）は二度目ですが、宿坊に宿泊すると案内役がいて、善光寺での朝の一連の行事への参加が凄くスムーズです。

当然ながらその方は善光寺に詳しく、例えば「門に掲げられている“善光寺”の文字の中には鳩が5羽、羊と牛が各一頭入っています」とか。確かにそうでした。今まで気がつかなかった。

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。》