

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2426号 2018年10月01日 (月曜日)

《 strong and stable 》

先週一週間で強く筆者の気持ちに残ったのは「アメリカ経済の強さ、そして安定度」でした。26日に終わったFOMC声明と同時に出されたFRB理事や地区連銀総裁の「projections」に明確に見られる。そこには今の大統領のむらっ気や中国との貿易摩擦にもかかわらず、アメリカ経済が戦後これまでに例を見なかったような好調な安定期・巡航期に入っている事が示されている。是非読者の方々にも資料に直接当たって頂きたい。(→ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20180926.pdf>)

これに関連して週末に読んだ記事の中に、ウォール・ストリート・ジャーナルの「U. S. Stocks Open Fourth Quarter Near Record Highs but Face Hurdles」というタイトルの記事があった。実際の所アメリカの株は非常にしっかりしていて、重要なのは米中貿易摩擦の激化の中でも「Near Record Highs」を示現している。それを受けて今日の2018年最終四半期開始を迎えているということだ。総じてドルも強い。

むろんこの記事の見出しが示すように、アメリカ経済やマーケットが「but Face Hurdles」であることは確かだ。株式市場的に言えば、既に9年を超える上昇局面の中で「さらにどこまで」という印象はする。それはマーケットにとってのハードルだ。また、まだ開戦のゴングが鳴ったばかりの米中貿易摩擦が、時間の経過の中で今は好調なアメリカ経済にボディブローのように効いてくる可能性はある。しかし私が8月のアメリカの旅でその一角を見たように、「アメリカの今の経済は最近になく好調である」という認識は頭の中に置いておいた方が良くと思う。それがトランプの強気に繋がっている。

まず FOMC の 声 明 の 特 徴 か ら 。 声 明 文 (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20180926a.htm>) で一番顕著なのは、その文章の短さだ。プリントしてみたら A4 の紙一枚に収まった。第一パラの景気判断では、雇用、経済活動の水準、家計や企業の支出などが全て好調。第一パラそのものも短め。「御託を並べなくていいんだな」と思ったが、読み進むと第三パラが過去の声明に比べて異常に短いことに気が付いた。

「In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 2 to 2-1/4 percent.」(政策金利を 2.00~2.25%に上げた) だけで終わっている。FOMC 発表の PDF の

声明文では僅か2行だ。

前回の FOMC 声明を見ると、政策金利の水準（変更を含む）に関して毎回入っている文章の直後には、「The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting strong labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.」という文章が入っていた。過去数回の声明ではずっとそうだった。つまり「(今の水準は) まだ緩和的です。インフレも 2%の目標水準に順調に戻りつつありますよ」という注釈の部分だ。

しかし今回はこの部分をごっそり落とした。だから今回の声明文第三パラはわずか 2 行だ。その後の一文落としこそ、声明文全体が極端に短くなっている主因で、そこにこそ今回の声明の最も重要なメッセージがある。つまりそれは「もうアメリカの金融政策は緩和的ではありません。アメリカのインフレ率も 2%近傍で安定して、戻り上昇歩調とは言えません」と言っている。これは「緩和縮小の完了」を意味する。

《 foreseeing easing phase 》

では FOMC はアメリカ経済の諸要素の先行きをどう見ているのか。今回の FOMC は HP 表記上ではアスタリスク付き（議長記者会見と projections 資料 <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20180926.pdf>）なので、様々な資料が付帯している。それが興味深い。最初はインフレ（PCE inflation）の部分を見る。

一番左のカラムにある中間値（Median）では、アメリカの FOMC のインフレ見通しは 2018 年が 2.1%、2019 年が 2.0%、2020 年が 2.1%、2021 年が 2.1%、そして「より長期（longer run）」が 2.0 と見事に 2%に張り付いている。

つまりリーマンショック後に一時日本型「デフレ」まで心配されたアメリカの物価環境は、全体的なディスインフレ状況を抜け出して最近のプラス 2%近辺まで上がった後は「安定する」とアメリカの金融のプロ達は見ているということだ。

今後は上がりも、下がりもしないという見通し。一番右のカラムの「Range」（理事・連銀総裁のそれぞれの予想）を見ても、示した各年度と長期において数字は 1.9%から 2.3%という実に狭い範囲に入っている。2021 年までを通してだ。

改めて言うと、「アメリカではインフレ率は期待値（2%）への上昇局面を終えて超安定期に入った」ということ。“超”安定期だ。先週の号で「(アメリカの物価は) 何でも高い」と書いた。日本人である筆者はそれを切実に感じた。しかし今回の projections で分かるのは、FRB 関係者は「さらなる加速はない」と読んでいるということ。

何故か。それは成長率見通し（Change in real GDP）を見れば分かる。中間値では 2018 年が 3.1%、2019 年が 2.5%、2020 年が 2.0%、2021 年が 1.8%と、アメリカ経済の先行き成長率減速を予想している。そして同じく中間値の長期（longer run）」を見ると 1.8%とある。つまり FRB の幹部達は「アメリカの GDP で見た成長率は、今後巡航速度（1.8%）に向けて

下がっていく」と見ているのだ。だとしたら「インフレは横ばい」と見ている理由が分かる。

- - - - -

GDP とインフレに関する見通しに挟まれているのが失業率見通しだ。これがまた興味深い。中間値では 2018 年が 3.7%。それが 2019 年と 2020 年には 3.5%に下がり、そして 2021 年は 3.7%に上がるとなっている。やや驚く点だが「アメリカの失業率はまだ下がる」との見通しが示されている。

重要なのは、今より更に低い 3.5%という低失業率が「2 年間近く続く」との点。最近の低失業率持続の中でようやく賃金の伸びにやや加速の兆しが見える。しかし FRB は、「それは一時的。アメリカの物価情勢を変えてしまうような大きな状況変化は起きない」と FOMC は見ていることになる。

さらに注意を引くのは失業率の長期 (longer run) 見通しで、それは 4.5%となっている。つまり FRB の幹部達は今後数年の米失業率はアメリカの歴史の中でも「殊の外良い (低い時期)」と見なし、それは 2021 年を境に上昇する可能性がある、と見ていると理解できる。

2021 年にかけて景気は少し下がり気味、そして失業率はちょっと上がり気味。インフレ率は 2%近傍で安定。とすると何が起きるのか。注目されるのがドットチャートと呼ばれる「Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate」だ。それを見ると、今年はあると一回、来年は計 3 回の利上げを見込んでいることが分かる。その先の 2020 年は一回。そして 2021 年の利上げを FRB は見ていない。

とどうなるか。今回の利上げで 2.00~2.25%になった政策金利の FF 金利は 2020 年のいつかの時点で 3.25~3.50%に達する。そして失業率の長期 4.5%を勘案し、成長率が 1.8%に下がっていく事態を考えると、その後アメリカは早くも「金融緩和期」に入る可能性が高いことを示している。

《 collision course ? 》

そこで筆者が一番関心を持ったのは、その時の日本の金融政策はどうなっているのか、だ。今は出口戦略も正式には打ち出していない。「物価が 2%になったら」というのが黒田総裁の前回記者会見での発言だった。打ち出していないばかりか、実はその見通しも立っていないというのが実情。立っていれば日銀ももっと自信を持って政策を語るだろう。

だから日銀の政策の行方を正確に予測することは難しい。日銀は物価見通しや同目標の達成時期を最近数年間だけでも頻繁に変えている。その一方で「2%の物価上昇」へのこだわりを捨てていない。明確には表記はしなくなったが、黒田さんの一連の発言を総合すると「日銀はまだ 2%の物価上昇を目指している」と読める。

しかし筆者は、「もしかしたら数年後に日本の物価も上がり始めるかも知れない」と思う。賃金や物価は循環する。仮に数年後に日本が出口戦略に本格的に取り組める状況になり、そ

して正にその時にアメリカが「新たな緩和の開始時期」になったら、日米の金融政策は全く逆の方向を向くことになる。

繰り返すが、強い根拠はない。しかしアメリカが金融緩和に向かう可能性がある 2021 年前後には、ようやく日本の物価が上昇基調になる可能性を筆者は見る。今は日本が緩和継続、アメリカが引き締めで円安方向だが、予測される 2021 年前後は日本が引き締め、アメリカが緩和で、一般的な為替の向きは円高方向を指し示す。つまり今と逆。

それを考えても、日本の政策遂行はかなり難しくなるのではないかと筆者は考えた。それはたまたま思考がそこまで行ったと言う話だけで、今から真剣に考えるにはまだ早い。それに前提条件がいくつもある。しかし頭の片隅に置いておいた方が良い、と思う。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|---|
| 10月01日（月曜日） | 9月調査日銀短観
9月自動車販売台数
国内の全証券取引所が売買単位を100株に統一
中国国慶節（～7日）
ノーベル生理学・医学賞発表
米8月建設支出
米9月ISM製造業景況指数
米、カナダ間のNAFTA再交渉期限
中国（～5日）、香港市場休場 |
| 10月02日（火曜日） | 9月マネタリーベース
9月消費動向調査
10年国債入札
豪州準備銀行理事会
ノーベル物理学賞発表
インド市場休場 |
| 10月03日（水曜日） | ノーベル化学賞発表
米9月ADP雇用統計
米9月ISM非製造業景況指数
韓国市場休場 |
| 10月04日（木曜日） | 米8月製造業受注
メキシコ中銀金融政策決定会合 |
| 10月05日（金曜日） | 8月家計調査
8月毎月勤労統計調査
8月景気動向指数
日銀の生活意識に関するアンケート調査 |

インド準備銀行金融政策決定会合

米 8 月貿易収支

米 9 月雇用統計

米 8 月消費者信用残高

ブラジル 9 月消費者物価

予定には載せなかったが、10 月 1-5 日には FRB 高官の発言が多い。パウエル議長の講演やクオールズ副議長の議会証言などがある 2 日は注目度高そうだ。その他、今年の FOMC で投票権を持つメンバーだけでも、ボスティック米アトランタ連銀総裁が 1 日と 5 日、バーキン米リッチモンド連銀総裁は 2 日と 3 日に発言機会があり、3 日はメスター米クリーブランド連銀総裁も講演を予定している。

各高官の発言で今後の利上げペースへの市場の思惑が揺れ動く可能性がある。また 1 日の米 9 月 ISM 製造業景気指数、3 日の米 9 月 ISM 非製造業景気指数や米 9 月 ADP 雇用統計が注目で、週末 5 日は米 9 月雇用統計が発表される。強い結果となれば利上げペースの加速期待が出てきそう。

筆者がこの週末に関心を持った記事としては、ウォール・ストリート・ジャーナルの「Reignited Rally Sets Off Talk of \$100 Oil」が一番かな。まだ「Talk」の段階なので、「目を通す」くらいが良いと思うが、「日本の物価」という観点で見ると、石油価格の動向は非常に重要だ。ご一読を。

《 have a nice week 》

週末はまたまたの台風。東京は朝にはすっかり風も収まって、良い天気。今日から 10 月ですが、思い返して「9 月の日照時間はすごく短かったのでは」と考えた。そのうち発表されると思うし、日本は東西南北に長いので各地によって違うが、少なくとも東京は私の印象が正しければ「日照」が異常に少なかった。10 月はもうちょっと「秋晴れ」を見たい気分です。

それにしても台風関連では、この週末どうしても気になることがあった。それは「上陸する恐れがある」「記録的高潮になる恐れがある」と NHK を中心に「恐れ」を多用している。別に今回に始まったことではない。最近ずっとそう。しかし私的にはこの「恐れ」が気になって仕方がない。

というのも、この「恐れ」はかなり「幅のある可能性・危険性」であって、聞くと「あ、そうじゃない可能性もあるのか」と思う。気象庁、放送局としてリスク回避をしている気持ちは分かるが、気象学的に、また物理学的に、さらには経験的に見て素人目でも「こりゃ絶対上陸するのに」と思える時も「恐れ」と言う。放送する方も「恐れ」とか言いながら、実

は「これは“上陸”の意味です」と思いながら言っている筈だ。「外すことは十中八九ない」と。

もし実際にはそのくらい可能性が高いのなら、情報発信の際には「見込み」の単語を使った方がいいと思う。放送を聞く方が「あ、そうなんだ」と思うのではないか。「上陸する見込み」「記録的高潮になる見込み」と言ってしまった方が良い。気象庁やNHKの災害情報発信は「命を守る行動」など端的で直接的な言葉使いが増えてきて良いと思う。曖昧であるよりも。

しかしこの「(上陸の... などの) 恐れ」は、どう見ても「恐れ」じゃないだろう、「ほぼ確実」なんだろうと思う。ここだけ曖昧すぎる。「恐れ」を使うなど言っているのではない。実際に五分五分の場合は使っても許されると思う。しかし「もうほぼ確実」な場合ははっきり「見込み」と言ってしまった方が、避難にも踏み切りやすいと思う。

それでは皆さんには良いフルな一週間を。

《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。》