

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2428号 2018年10月15日（月曜日）

## 《 exchange clause 》

「トランプ政権下ではドル・円の為替相場には“トランプの天井”がある」と主張してきた筆者には、アメリカが日本との貿易協定（それをTAGと呼ぼうがFTAと呼ぼうが）に「為替条項」を入れる方針である、というここ数日の報道は驚きではない。

そもそもアメリカがカナダやメキシコなど近隣国とのFTAに入れた為替条項を、日本に対してだけ外してくるということはある得ない。トランプ大統領という人は選挙運動の最中からとても「管理貿易的な主張」を展開してきた人で、従来のアメリカ共和党の自由貿易主義的考え方とは全く違う。その大統領がトップにいて、次々と側近・重要閣僚を入れ替えて現在に至っている。直近ではマティス国防長官も代わるとの見通しだ。そのことを考えれば、今の政権は彼の考え方に賛成の人々が固めており、その考え方への同調を諸外国に求めてくると考えるのが自然だ。

「日本との貿易交渉の目的の一つは為替条項を入れ込むことだ」（日経新聞の翻訳）というのは政権の本音でもあるし、この言葉を発したムニューシン財務長官の大きな狙いでもあるだろう。日本の金利が相対的に底這いを続け、一方のアメリカの金利がFRBの段階的利上げ方針を受けて上げ基調になっている現状では、アメリカ側には「ドルが対円で上がりすぎて、年間700億ドルの貿易赤字が膨らむ」ことへの危機意識が強いはずだ。だから多分アメリカは日本に貿易交渉で強くこの「為替条項」を入れることを主張してくる。

そのマーケット的結果はどうか。筆者の今の理解は、「アメリカはドル・円が115円を超えて120円とか130円になることを阻止したがっている」という理解だ。筆者は従来から、115円から120円にかけては「トランプの天井」があるので、ドルの収入がある日本の企業は「予約を115円で多目に、120円になったらかなり」と講演などで述べてきた。なので、枠組みとしては「為替条項」と私の言う「トランプの天井」はほぼ同じ意味合いだと考えている。

ではドル・円は「為替条項」によって急激に円高方向に展開するのか。これもうがちすぎだと思う。そもそも「米、中国封じ先鋭化」（10月12日日経新聞総合面）という展開の中で、日本経済を混乱に陥れて重要な同盟国を遠ざけるようなことまでアメリカが考えているとは思えない。アメリカ（トランプ大統領）が考えているのは、「年間700億ドルのアメリカ側対日貿易赤字をせめて半分くらいにして、選挙民にアピールしたい」ということだけだ。

アメリカ側はその赤字削減を“為替”（円高誘導）という手段で実現しようとは考えていないというのが筆者の判断だ。日本からの資本の流れが止まってしまう。それはウォール街が困る。

恐らくアメリカは「(意図的) ドル高はない」という担保を取りながら、メキシコやカナダに迫ったのと同じように主要貿易に「管理貿易の手法」を入れようとしているのだろう。それは従来のアメリカの政権の考え方とは全く違う。しかしそれが今のアメリカの政権の主流的考え方であり、今年 11 月初めの中間選挙で負けようが勝とうが変わらないと考えている。

為替条項とは「自国企業の輸出に有利になるように政府が為替介入などで通貨安に誘導することを防止するためのルール」とされる。だとすると、今の日本は政府が為替介入をしていないので、それには抵触しない。それでもアメリカがその条項の入れ込みに強い関心を示すのは、「将来の日本による為替操作」の可能性を考慮して、それに「事前にブレーキをかけておきたい」「担保が欲しい」ということでしょう。

### 《 yen in the band 》

その結果はどうかというと、「為替条項」がちらつくから為替市場が大荒れになるということではなく、やや長いレンジで見ると「バンドの中のドル・円相場が続く」ということだと思う。つまりつい最近あったようにドル・円が一時 114 円台まで行ったが、その後 111 円台まで急落したといった事態を含めて、結果的にレンジ取引が続くということだと思う。今の筆者の予想はそうだ。

むしろこの予想が外れる可能性はある。先週見られたようなニューヨークの株価の急落などの「リスク回避要因」が強くなれば、円高圧力は強くなる。しかしアメリカに 3%を超す長期金利があり、日本の金利が底這い状態を続けている現状が続けば、経済原理的には資本はアメリカに行きたがるだろう。その意味では今はドル・円相場には大きな下支え要因があると考えるのが自然だ。

リスクが続いてドル・円が過去にあったように「100 円を大きく割り込むようになった場合でも日本政府のドル買い介入が許されないのか」とか、逆に「政府の介入なしにドル・円が 120 円を超えて 130 円、140 円になったらどうなるか」など、様々な状況設定は出来る。

しかしドル・円がアメリカの癪に触るほど高くなれば「必ずトランプ大統領のツイッター砲が炸裂する」というのが筆者の従来からの考え方で、それを筆者は「(ドル・円相場における) トランプの天井」と呼んでいる。

逆にドル・円相場が再び 100 円を割れるような円高相場に展開して日本経済が見るからに混乱・弱体化するような局面（あまりないかもしれない）が来れば、アメリカはさすがに「マーケットの行き過ぎの是正」を認める印象もする。アメリカにとっても打撃なので。

-----

今週の一つの大きなポイントは、世界的な株価動揺の直接的な原因を先週作ったニュー

ヨークの株価動向です。金曜日に Nasdaq を中心に大きく反発したものの、先週一週間を通じて「3 月以来の大幅な下げ」(ウォール・ストリート・ジャーナル) となっている。これをどう見るか。

筆者の見方は「アメリカ経済が世界で一番順調で、強さを保っているからこそ金利の上昇が生じ、それが株式市場に競合意識を生んで調整をもたらした」というものだ。つまり強さそのものが大きな下げの間接的要因になっているということ。そもそもアメリカ経済の順調な成長故に株価は世界の中で突出して高くなり、それが一部で抱かれていた高所恐怖症の背景になった。その意味でニューヨーク市場の水曜日、木曜日でのダウの 5% を越える下げは、十分に予想された下方調整と言える。

もう一つの要因である米中貿易摩擦は少しやっかいだ。経済事象は時間との係数が大きい。つまり円高も一瞬ならニュースになるだけで実態経済への影響は小さい。しかし長く続けば関連国の経済構造を変える。貿易摩擦もそうだ。「どうせ米中は直ぐに手打ちをする」とマーケットが見ていた間は、株価や為替に対する影響は少なかった。というか、アメリカ市場は自国経済の好調さ故に「摩擦の存在」を無視していた。

それが長引くとなれば話は違ってくる。今はその見通しが強まっている。むしろ中国が被る打撃の方が大きい。アメリカは利上げ継続中だが、中国は市中銀行から強制的に預かる預金の比率を示す預金準備率を下げ、金融面からの景気でこ入れに忙しい。しかしアメリカそして世界も、GDP1 位と 2 位の貿易戦争の打撃を受ける。どのくらい正確な予測かは別にして、国際通貨基金 (IMF) は世界経済見通しを改定し、2018 年の成長率予測を 3.7% と 7 月時点から 0.2 ポイント下方修正した。

### 《 still intact 》

それでは今回の株価の動揺は、アメリカ経済の大きな下向きへの転換をうながすものだろうか。筆者はそうは思わない。先週のマーケットが動揺したからそうは見えないかも知れないが、金利の上昇は「景気が良いなかでインフレ率は比較的安定。それ故に金利が小幅に上がった」という意味で基本的には「良い金利の上昇」と言える。

問題は米中貿易摩擦だ。アメリカでは議会でも「中国はアメリカに取って代わって世界の覇権を狙っている」との見方が強く、トランプ大統領以上の強硬論が聞こえる。政権の中でも対中融和姿勢のムニューシン財務長官らに対して強硬論を抱えるライトハイザー通商代表部代表らを中心とする強硬派が対峙する。この週末には中国のアメリカ大使が、「今のアメリカの政権では、誰と交渉して良いのか分からない」と述べたような。それは事実だと思う。

一方の中国は習近平主席が「中国の夢」と「中国製造 2025」(世界一のハイテク国家を目指す) をスローガンとする中で、安易な対米譲歩は国内政治基盤を脆弱にしかねない。11 月下旬にブエノスアイレスで習近平とトランプ大統領の会談が予想されている。しかしアメリカ国内にはこの会談でさえも「やるべきではない」との意見がある。世界の覇権国家

を目指す中国に間違っただ信号を送る可能性があるという意見だ。その頃には11月の初めに予定されている中間選挙の結果も出ている。それ次第で事態が大きく動く可能性もある。

-----

もっとも株式市場で最後に一番重要なポイントは、株価が表象する企業の活動とその業績がどうかという点であって、今週からアメリカ企業は決算を発表する。今の見通しだと極めて順調な会社が多いようだ。その意味では株式市場には警戒感が残るものの、先週の動揺から少し落ち着いた状況での推移となる可能性がある。

### 《 changing political landscape in Germany 》

この週末には実は色々なことが起きている。ドイツのバイエルン州の州議会選挙ではメルケル政権を支える保守与党であるキリスト教社会同盟 (CSU) が歴史的な大敗を喫する見込みとなった。日経のネットニュースによると、公共放送 ARD の14日18時 (日本時間15日午前1時) 時点の見通しでは、CSU の得票率は前回13年の47.7%から35.5%に下がり、68年ぶりの低さとなるようだ。「保守王国、バイエルン州での与党の敗北は不安定なメルケル首相の政権基盤を大きく揺さぶる」と日経。

CSU はメルケル氏が率いるキリスト教民主同盟 (CDU) の姉妹政党で、敗北の原因は、2015年の難民危機とその後の党の迷走。バイエルン州は難民がドイツに入る際の入り口に位置し、100万人を超える難民を受け入れたメルケル政権への批判が根強い。極右の台頭に対抗するため CSU は難民抑制にかじを切ったが、今度は右傾化を嫌う穏健な支持層の離反を招いた。メルケル政権に取って代わりうる政権樹立が他の党にはなかなか出来ないという事情はあるものの、マーケットはそろそろ「メルケル時代の終わり」を意識した方が良いかも知れない。

-----

イギリスと EU の離脱担当者はこの週末、今週水曜日のサミットを控えて予想外の協議を行ったと欧米のメディアが報道している。その協議は「surprise」とも「intense」とも表現されているが、またしても北アイルランドの扱いで合意に達することが出来ずに、サミットの下準備は出来なかったようだ。ということは水曜日の EU サミットは「ぶっつけ本番」となる。

サウジアラビアとアメリカとの関係が急速に悪化する危険性が出てきた。主にアメリカを舞台に活動してワシントンでは知らない人がいないサウジ国籍のジャーナリストであるカショギ氏が、トルコ・イスタンブールのサウジアラビア領事館を訪れた際に行方不明になり、館内で殺害されたのではないかと疑われている問題。

この件に関しては、トルコ当局がカショギ氏の身につけていた Apple watch を通じてカショギ氏の殺害時における音声を手に入れているとの報道がある。日本ではサンケイ新聞など。アメリカはサウジがカショギ氏を殺害したなら「懲罰対象」と述べており、それに対してサ

ウジは「我が国の経済を脅かすあらゆる試みを拒絶する」と述べている。既にサウジの株式市場はアメリカの制裁などを予測して一時は7%まで下げるなど動揺を見せている。

-----  
今週の主な予定は以下の通り。

- |             |   |
|-------------|---|
| 10月15日(月曜日) | EU加盟国(イタリア含む)は19年予算案を<br>欧州委員会に提出<br>米9月小売売上高<br>米10月NY連銀製造業景気指数<br>米8月企業在庫   |
| 10月16日(火曜日) | 9月首都圏新規マンション発売<br>5年国債入札<br>家電・ITの国際見本市<br>「シーテック・ジャパン2018」(～19日)<br>9月訪日外客数<br>中国9月生産者物価<br>中国9月消費者物価<br>独10月ZEW景況感指数<br>米9月鉱工業生産・設備稼働率<br>米10月NAHB住宅市場指数<br>米8月対米証券投資 |
| 10月17日(水曜日) | ワールドロボットサミット2018(～21日)<br>EU首脳会議(～18日)<br>米9月住宅着工件数<br>米9月建設許可件数<br>9月25、26日開催のFOMC議事録  |
| 10月18日(木曜日) | 9月貿易統計<br>20年国債入札<br>黒田日銀総裁が日銀支店長会議であいさつ<br>地域経済報告(さくらレポート)<br>韓国中銀政策金利発表<br>米10月フィラデルフィア連銀製造業景況感指数<br>米9月CB景気先行総合指数<br>米30年インフレ連動国債入札<br>インド市場休場                       |
| 10月19日(金曜日) | 9月消費者物価<br>中国7～9月期GDP   |

中国 9 月小売売上高  
中国 9 月鉱工業生産  
中国 9 月都市部固定資産投資  
米 9 月中古住宅販売件数

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。秋が深まった感じはしましたが、郊外に出てもまだ紅葉の兆しはほぼない。何かと移動に車を使いましたが 3 連休が続いた先週までとは違って、走っている車の数が非常に少なかった週末でした。

週末のうち一日は長野県の飯田市への松茸狩りでした。20 年以上続いている森本毅郎スタンバイの番組御一行様での旅でしたが、今年は非常に良い状況で、我々全員が腰に付けた入れ物に入りきれないほどの収穫でした。傾斜が厳しい山での収穫作業でしたが、探し、見付け、そして深い根を掘り起こして取り出す。なかなか楽しい作業でした。前回はほとんど見付けられなかったのに対して、今年は本当に大豊作と言える状況。

その後宿に戻ると NHK だが、「松茸狩りでの事故が多い」というニュース報道をしていた。確かに我々のように何回も行っている人間は慣れていますが、松茸は非常に急峻な松林の中に点在する。急坂に立つ松の木の下側に生えているケースが多い。なので、それに気を取られると、転げ落ちるケースもあると思います。しかしそこはあちこちに点在する掴まれる木木に手を掛けながら、少し慣れれば滑りやすい山肌でもかなり安全に収穫できる。

松茸はすき焼きの中に入れて食べました。「香りの松茸・味の椎茸」の言葉もあるなかで、その両方をすき焼きの中に入れてましたが、確かにこの言葉は当たっているように思えた。松茸で香りを良くして、椎茸と肉で味をより堪能する。楽しい週末でした。でも松茸の大収穫は数年に一度のこと。来年もそうなのかは不明です。

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。》