

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2468号 2019年08月05日(月曜日)

## 《 biggest weekly drop in seven years 》

夏休みシーズンに入っただけで、今週もマーケット全体がかなり動揺しそうな雰囲気です。先週の後半に急上昇したのはマーケットの恐怖度を示すVIX指数で、それまでの14前後から一時は19に達するところまで上昇した。これを見てCNBCには「Traders are betting big on a sudden drop in stocks and it's starting to pay off」という記事も。VIX指数のコールオプションを買っていた向きが成果を出しつつある、という内容。

反対に急激に下がったのは世界的に株価、それに債券利回り、株価の下げは日本でも大きく報じられた。債券市場に関しては「TREASURIES-U.S. 10-year yields post biggest weekly drop in seven years」というCNBC記事の見出しが示すように、アメリカでは「7年ぶりの大幅な週間利回り低下」となった。

現地時間水曜日午後に「mid-cycle adjustment」(後述)とパウエル議長が評し、下げの切っ掛けになった“タカ派的”利下げのショックを、ニューヨーク市場は木曜日には克服しつつあった。株価は午前中から上げて、一時ダウで300ドル以上上昇。前日の下げのかなり部分を埋めていた。しかしその時点でトランプ大統領が意表を突く形で発表した新たな対中強硬策がマーケット全体を大きく揺さぶった。

先週の火曜日、水曜日に行われた上海での米中の久しぶりの閣僚級貿易交渉。先週もこのニュースで取り上げたように進展がないことは予想されていたし、その通りだった。しかし「とにかく交渉が始まった。これからの展開に注目....」とマーケットが今後の展開に期待していたところだった。

そこに出てきたのが、日本時間の金曜日早朝のトランプ大統領のツイート。一番頻りに報じられた部分は、「中国がアメリカに輸出している残る3000億ドルに関して10%の新たな関税を9月1日から課す」という部分。マーケットは驚いた。ツイート全体を読むと、今後の交渉の進展に期待するだの、2国間の関係が良くなることを期待するといった前向きのこととも書いてあった。

しかしマーケットがそんな部分を読む暇はなく、「米中貿易摩擦が出口のない紛争」に歩を進めた、という判断になった。そもそもアメリカ産業界は5500億ドルの中国の対米輸出のうち、これまでに発表された2500億ドル分への25%関税賦課は、「中国から譲歩を引き出す脅し」とある程度冷静に受け止めていた。しかし残る3000億ドル分に関しては、アメリカの消費者、産業界に与える影響が大きいが故に、反対論が強かった。公聴会でもそうだった。

た。トランプ大統領はそうした反対論を押し切ってやった。

「トランプはいつか妥協する」と見ていたマーケットは、貿易戦争の激化と長期化を見始めた。むしろこのマーケットの読みが外れているわけではない。トランプ大統領の主要戦略は「来年の選挙に勝つ」だから、自分の対中政策故にアメリカの株価が持続的に落ち、アメリカ経済が著しく悪化すれば「それを是正する措置＝妥協」に走ることは目に見える。しかしマーケットは懸念の度合いを強めた。

貿易と言えば、「日韓関係の悪化」によって東アジアの貿易体系が大きく乱れる危険性が出てきたことも、市場関係者の懸念を呼んでいる。日韓で株価が大きく下落していることでもそれは分かる。ニューヨークを含む世界中のマーケットが、その懸念を共有していると言える。

今週のマーケットはこの米中、日韓の緊張する貿易関係を注視することになる。緩和の兆しがあれば、マーケット的には VIX 指数低下、株価上昇、ドル・円相場の上昇の影響が出ると思われる。そうでなければ、これらの下方圧力になる。ドル・円は 105 円に向かう可能性も出てくる。

### 《 has cut rates in the middle of a cycle 》

もっともマーケットが動揺し、アメリカ経済の先行きが不安になればなるほど、FRB が利下げをする回数も増え、期間も長くなると考えるのが自然だ。この観測が、いつかマーケットを支えるはずだ。

パウエル議長率いる FOMC は先週水曜日（日本時間の木曜日早朝）、予想通り 0.25% の利下げを発表した。就任以来初めて 2 人の委員（共に据え置きを主張）の反対を押し切っての利下げだった。しかしマーケットが最初にパウエル議長に送り付けたメッセージは「君には失望した」というトランプ並みの反応だった。それは議長の真意をよく理解していないものだった。

同日のニューヨークの引け（日本時間で木曜日の午前 5 時）は、ダウが 333.75 ドル安の 26864.27、S&P500 が 32.80 安の 2980.38、Nasdaq が 98.19 安の 8175.42。分母が大きくなっていた。大きな下げ幅に見えるが、パーセントにするとダウが 1.23%、S&P500 が 1.09%、Nasdaq が 1.19% の各下落。翌木曜日午前中の上げは、水曜日の FOMC 後の下げを消すに足るものだった。しかしそれをトランプ大統領の発表が台無しにした。

なぜマーケットは当初ネガティブに反応したのか。それは FOMC 終了後のパウエル議長の記者会見にある。CNBC によれば、彼はこう述べた。

“That refers back to other times when the FOMC has cut rates in the middle of a cycle and I’m contrasting it there with the beginning of a lengthy cutting cycle. That is not what we’re seeing now, that’s not our perspective now. You have to look at not just the 25 basis-point cut, but look at the committee’s actions over the year.”

“We started off [the year] expecting some rate increases. We then moved to a patient setting for a few months and now we’ve moved here. As we’ve moved to more accommodative policy, the economy has actually performed as expected with that gradual increase in support.”」

重要なのは、最初の「過去にもFRBはサイクル（利上げ）の途中で利下げをしたことがある。それは長い利下げサイクルとは異なることを強調したい。我々が決断した0.25%の利下げは長い利下げサイクルの始まりではないし、長期利下げは我々が描いている展望でもない……」という部分だ。これをマーケットは、「利下げの方が一時的だ」と読んだ。「(利下げは)一回きり」と読んだ向きも多かった。実際にはパウエル議長は2回にも、それ以上の持続にも余地を残していた。

最初だけではなくこの文章全体を読むと、パウエル議長は「私たちがやってきたことは正しいですね」と成果を主張しているように見える。「the economy has actually performed as expected」と彼は言う。実際その通りだ。「今回の0.25%の利下げばかりでなく、この一年のFRBの行動を見て下さい」と。

「数回の利上げを予想して2019年を始めたが、その後忍耐モード (a patient setting for a few months)」を取り、今回利下げした。今までより緩和的姿勢で金融政策を運営する。何回か徐々に利上げしても経済は予想通りうまく回ってきた……と続く。

今回の0.25%の利下げには二人の委員 (Esther L. George and Eric S. Rosengren) が反対 (据え置きを主張) を表明した。これも予想通りだった。問題はなぜ二人もの反対を押し切って利下げをしたのか。その答えは声明に記されている。「In light of the implications of global developments for the economic outlook as well as muted inflation pressures, the Committee decided to lower the target range for the federal funds rate to 2 to 2-1/4 percent.」。理由は二つ。「経済見通しに対するグローバルな様々な出来事が持つ意味合い」「沈黙するインフレ圧力」。

前者はややこしい言い方をしているが、要するに米中貿易摩擦などを指す。「中国経済もそうだが、アメリカ経済も先行き不透明。個人消費は堅調だが、設備投資は良くない」「だから予防的に利上げのmid-cycleだが利下げ調整した」と言っている。

今後については「As the Committee contemplates the future path of the target range for the federal funds rate, it will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook and will act as appropriate to sustain the expansion, with a strong labor market and inflation near its symmetric 2 percent objective」として、相変わらず「will act as appropriate to sustain the expansion」を入れた。

《 will conclude the reduction of its aggregate securities holdings 》

マーケットは「利下げ一回説」が蔓延った。しかし声明ではちゃんと「年内もう一度の利下げ」をし、その後も「かもしれない」と述べていることになる。マーケットは脚気反応が常だから、「期待に反して..」という部分に過剰反応した可能性が高い。

FRB の緩和姿勢は、「The Committee will conclude the reduction of its aggregate securities holdings in the System Open Market Account in August, two months earlier than previously indicated.」（声明）にも表れている。つまり FRB 手持ち証券の削減（マーケットから資金を吸収）の2ヶ月前倒し停止を宣言した。

トランプ大統領の反応も予想された通りだった。「いつもの通り失望した。FRB の金融政策は私にとっては助けにならない」といった趣旨のツイートをした。FRB が仕事をしているのはアメリカ経済の為で、大統領の為でないことは明確なのに、その点をトランプさんは理解できない。

トランプ大統領は「大幅利下げを主張したのに 0.25%だけ。株価は大幅に下げた。そらみたことか」というわけだ。パウエル議長は「イエレンさんと同じく一期限りかな」と覚悟しながらも、今回の利下げ幅を 0.25%に抑えた。0.5%の利下げの選択肢は、今の FOMC の構成では多分なかった。賛成多数にならないかもしれないし、予防的な、サウンディングな利下げが 0.5%という確信的なものになる必要はない。

パウエル議長本人も声明の第 1 パラが指摘するように「アメリカ経済の現状を全体で見れば好調」と見ているわけだから、0.5%利下げの選択肢は最初からなかったと言える。マーケットが過剰に期待した、というのが実情だろう。

しかし「mid-cycle adjustment」という認識はマーケットには目新しかった。当然持つべきだったが、そこまで頭が回っていなかった。「予想していた 9 月の年内二回目の利下げは必ずしも保証されていない」というマーケットの当初判断。多分早とちりだ。貿易戦争が激しくなり、現在以上に設備投資が減って先行きアメリカ経済に赤信号が灯れば、FRB は必ず利下げを継続する。それが FOMC 声明の趣旨でもある。その関係を今週のマーケットがどの程度理解するか。これも一つの焦点だ。

- - - - -

先週金曜日に発表になった米 7 月の雇用統計に関しては、「6 月より雇用者数が減った」ことにポイントを置く報道と、「なかなかしっかりしている (steady)」という報道に割れている。前者を取るのは日本のマスコミで、「なのでアメリカは再び利下げするかも」という見方だ。しかしアメリカではウォール・ストリート・ジャーナルを中心に「しっかりした数字」という判断が多い。

確かに分かれても仕方がない微妙な数字だが、筆者は後者を取る。しかし 9 月の利下げを予想。というのは、雇用統計（失業率）は今後の金融政策を決める大きな要因にはなっていない。失業率が低くてもインフレにならない、というのはこれまでの動きが示す。ということは「完全雇用の達成」という FRB のマンドートの一つは達成していると言うことで、「今後悪化の可能性」を見る方が重要だ。となると、「設備投資が弱い」という声明の判断ポイ

ントが重要になる。

既に広く報じられているが、非農業部門の雇用者数は16万4000人増と大方の予想と一致。5月と6月を合わせた雇用者数は従来から4万1000人下方改定されたのが注目。平均週間労働時間は約2年ぶりの低水準となった。7月の就業者数の増加ペースは、2018年の月間平均である22万3000人と比べて一段と鈍化したが、雇用ペースの減速が労働力の需要減少によるものなのか、それとも適切な人材が見つからないためなのかは定かでない。依然として労働年齢人口の伸びを維持するのに必要な約10万人は大幅に上回っている。失業率は前月から横ばいの3.7%だった。

今週も数多くの経済統計が発表される。日本では4~6月期GDPが重要。1~3月の2.2%増から大幅な鈍化になると見られる。アメリカでは7月のIMS非製造業景況感指数などが注目だ。

-----  
今週の主な予定は以下の通り。

08月05日（月曜日）	インドネシア4~6月期GDP 米7月ISM非製造業景況指数 カナダ市場休場
08月06日（火曜日）	6月家計調査 6月毎月勤労統計調査 6月景気動向指数 30年国債入札 豪州準備銀行理事会 米3年国債入札
08月07日（水曜日）	7月29、30日開催の日銀金融政策決定会合 の「主な意見」 JPX日経400の定期銘柄入れ替え発表 インド準備銀行金融政策決定会合 NZ準備銀行金融政策決定会合 タイ中銀金融政策決定会合 米6月消費者信用残高 米10年国債入札
08月08日（木曜日）	6月国際収支 7月都心オフィス空室率 7月景気ウォッチャー調査 10年物価連動国債 中国7月貿易収支 米30年国債入札

08月09日（金曜日）

ブラジル7月消費者物価  
7月マネーストック  
4～6月期GDP  
オプションSQ  
エルニーニョ監視速報  
中国7月消費者物価  
中国7月生産者物価  
英4～6月期GDP  
シンガポール、南アフリカ市場休場  
米7月生産者物価

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。とてもとても暑かった。梅雨明けしたのは良いのですが、今度は体感的には予想以上の暑さ。まだ体が慣れていないので、ちょっときつい。平日の昼から暫くはなるべく外出をしないようにしていますが、夕刻になっても暑い。かく汗は凄いので、それに応じた水分と塩分を補給しないとイケない。お互い気を付けましょう。

- - - - -

今朝最大のニュースは、なんと言っても全英女子オープンでの渋野日向子選手の優勝でしょう。夜テレビを見始めたら眠れなくなった。3番で4パットのダボを叩いて「どうかな」と思ったのですが、その後直ぐに一つ取り返して、その後も積極姿勢は変わらず。彼女が言うには「10番でのバーディが大きかった」らしい。

12番では303ヤードのドッグレッグ（グリーンを狙うと254ヤードとか）のPAR4でワンオンを狙って見事に成功。このホールなんなくバーディ。とにかくトーナメントを通じて後半に強くて、四日間後半はボギーなし。最終日もインの9ホールで5バーディ。トップを走っていたサラス（アメリカ）に後半の中盤で追いつき、離されてまた追いつき、そして-17の同スコアで迎えた18番でサラス（最終的に2位）が逃したバーディを、渋野がサラスより長い距離で決めて優勝。

見ていてとっても楽しい選手です。解説に回っていて42年前に日本人女子で初めてメジャーに勝った樋口久子さんが何回か「新人類」というやや古色蒼然とした言葉を使っていますが、確かにそういう面があった。

前半はやや緊張していたらしい。それが3番のダボを呼んだかも。しかし逆にそれが良かったようだ。「後半はそれほどプレッシャーを感じなかった」と。そして「優勝したら緊張した」と。普通逆でしょう。面白い子です。なによりも笑顔が素敵な20歳。海外試合が初めてとはとても思えない。

誰にも素敵な笑顔を振りまき、そしてホールとホールの間では詰めかけた日本人ギャラリーのみならず、手を差し出す多くの国のファンに素手でのタッチに感じていた。「大丈夫

か？」とこちらが心配するほどオープンで明るい。海外のメディアにも人気急上昇なのが理解できる。

なんと言っても圧巻は最終 18 番でのバーディパット。「ここで決めないと。3 パットでもいい」と思って強めに打ったそうで、自分でも「ちょっと強かったかも」というのが最初の印象だったらしいが、ボールはスライスラインに乗ってピンに向かって一直線。20 センチほどの手前では入るのを確信したように既にガッツポーズ。見ている方が鳥肌立ちました。笑顔と良い意味の強気が同居していた。プレーオフに備えたサラスのパット練習は不必要な準備となった。

本当に良いものをみせてもらいましたし、「夜も寝ずに見ていて良かった」と思いました。今後も活躍して欲しい。全くのニューカマーの突然の優勝ですが、多分世界のファンにとっても違和感はない。あの笑顔、明るい性格、そして勝負師としての決断と心の強さ。またまた日本から新しい力が出てきたという印象です。全英女子オープンの HP (<https://www.aigwomensbritishopen.com/news/shibuno-seals-fairytale-victory>) は彼女の事を「笑顔のシンデレラ」(Smiling Cinderella) と。その通りでした。

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](mailto: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。》