

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2392号 2018年01月22日（月曜日）

## 《 Nuclear Option 》

「少し動意が出てきているかな」と先週の号で書きましたが、その後一週間のマーケットはそれを通り越して何回も「why ?」と問いかけたくなる展開となりました。背後には資金の大きな動きがあると思え、今後の市場の展開も波乱含みになると予想される。「why」は「conundrum」と置き換えても良いものですが、それはいくつもある。具体的には

1. 米金利が指標 10 年債を中心に過去一年以上であり例のない高いレベルに達しているのに、アメリカの株式市場が何故高値を追い続けているのか
2. 米金利高は通常はドルを押し上げると想定されているのに、そのドルは対ユーロ、対円などを中心に下げていて、従来の公式が当てはまらなくなっている

が主なものでしょう。ともに金利がらみのファクター。この週末には米東部時間の金曜日深夜からアメリカ政府機能の一部が予算失効の影響で一部閉鎖となっていて、この新たな事態に対する各マーケットの反応も週明けとともに出てくる。一部政府機能の停止・閉鎖に関してはトランプ大統領がツイッターに「Nuclear Option」といった物騒な言葉を使って事態打開を狙うが、この文章を書いている時点では展望は開けていない。この政府閉鎖もあって、水曜日から予定されていたトランプ大統領のダボス（スイス 世界経済フォーラム）行きは流れるかもしれない、との見方になっている。

-----

今アメリカの政界では相手を非難する単語が飛び交っている。議会民主党が今回の政府機能の一部閉鎖を「トランプ閉鎖」と呼べば、トランプ大統領は民主党の重鎮の名を挙げて「シューマー閉鎖」だと応酬する。国民の前で、双方が相手方の責任だと非難している。まだ週末で大きな影響は出ていないが、週明けも続くとなると、大きなマーケット材料にもなってくる。

そもそも政府機能の一部閉鎖にまでこの週末に至ったのは、政府機関の運営費や職員給与などの根拠となる 2018 会計年度予算（2017 年 10 月～2018 年 9 月）の不成立（とっくに成立してあるべきもの）にある。全体予算は不成立だが、この間与野党は当面の政府支出を工面する「つなぎ予算」を成立させ、政府閉鎖を防いできた。

しかし 20 日に失効期限を迎えた「つなぎ予算」の更新をめぐり、共和党が国境の壁建設

を求めたのに対し、民主党は幼少期に親と不法入国した移民の若者「通称ドリーマー」を強制送還から保護する法案を求めて譲らず、与野党がついに折り合えなかった。

つなぎ予算は 20 日の午前零時（日本時間同日午後二時）に失効したため、その後は自由の女神には観光客は入れなくなり、海外の米軍兵士ら向けのラジオ局などを運営する AFN は 20 日に一部を除いて放送を停止した。13 年には閉鎖に追い込まれた国立公園は今回は通常通り運営する予定だが、ワシントンのスミソニアン博物館などは閉鎖の見込み。空港警備や航空管制など交通行政には支障は出さないという。一方、環境保護局など一部機関の職員は自宅待機となる。

マティス国防長官は 20 日の声明で「われわれは世界各国での任務を続ける」と強調。軍人や職員の待遇面での影響を和らげるとした上で「列を保て。引き続き警戒を」と呼びかけた。

上院がつなぎ予算案の可決に必要な票数は 60 だが、今回はそれに遙かに届かない 50 票しか賛成票を集められなかった。トランプ政権発足から一年を迎えたその日に政府閉鎖となり、トランプ大統領は「民主党は政権発足一年目に大変なプレゼントを私にくれた」と皮肉った。ホワイトハウス高官は 19 日夜、政府閉鎖の影響について「必要な機関には政府から資金を手当てし、影響を最小限にとどめる」と強調した。

しかし今回の一部政府閉鎖で明らかになったのは「アメリカの分断」の深刻さだ。我々が思っている以上に進んでいる。この原稿を書いている時点で、両者は歩み寄りの気配を示しておらず、こうした中でトランプ大統領は予算案を「今の法律で規制されている 60 票ではなく、上院の単純過半数（51 票）で可決できるようにしよう」という提案もしている。いわゆる「Nuclear Option」（核オプション）と呼ばれるものだ。議会側はこれを否定。

もっとも、予算停止はアメリカ経済全体に大きな打撃となるし、ワシントンの政治そのものへの国民の批判になりかねないので、今は厳しく対立していても予想外の展開から打開が図られる可能性もある。

### 《 a bit of a mystery 》

次は金利の話だ。まず事実を確認しておく、先週金曜日の米指標 10 年債の引けはウォール・ストリート・ジャーナルによれば 2.659%。金曜日の一日のレンジは 2.612%～2.662%。重要なのは 52 週レンジ（年間レンジ）を見ると 2.016%～2.662%となっていること。つまり今のアメリカの 10 年債の利回りは過去一年でもっとも高いレベルにあるということだ。5 日間チャートや 3 ヶ月チャートを見ても、アメリカの 10 年債利回りで見た長期金利が上昇を続けていることが分かる。

通常金利上昇は株価にとって脅威になる。もっとも強い競争相手の出現を意味するからで、「株価に響くかな」と思って見ている向きも多い（筆者もそうだ）と思うが、アメリカの株価は「高値波乱」の様相を示しながらも、例えば金曜日の代表的な株価指標を見ると SP500 と Nasdaq は「高値更新」となっている。ダウも高値に近い水準だ。背景はいろいろ

想像することが出来る。

1. 米長期金利は上がったといってもまだ3%にも達していない。投資面から十分な利回りとは言えず、企業業績の伸びの中で大きなキャピタルゲインが望めると思慮される株に資金を回しておく方が賢明と多くの投資家が考えている
2. 最近になってのこの金利の上昇は一種の「だまし」であって、確かにアメリカの消費者物価の上昇率はターゲットの2%に近づいてきたが、依然として昨年12月でまだ1.8%と目標に達していない
3. FOMCは3月に利上げするかもしれないが、それによって逆に長期金利は低下してイールド・カーブはフラットになる可能性がある。つまり長期金利は相対的に下がるとの予想

少なくとも金曜日のニューヨークの株価の動きを見ると、「最後っ屁」的な上げかも知れないが、アメリカも世界の投資家も「株価のモメンタムはまだ強い」と考えていると言うことだろう。

アメリカの通貨であるドルも、ある意味この「米長期金利のゆっくりした上昇」を無視している。同じような理由が考えられる。無論、外国為替市場の関係者の間にも「アメリカの金利上昇はフェイク」「まだ本格的な上昇ではなく、利回りを理由にアメリカへの投資を行うには早すぎる」と考えているのかも知れない。

しかし「今年のドルは米金利次第」「その米金利が上がればドルも上がる」と見ていた向きには素直にショックだろうし、「米金利はあまり上がらない。よってドルは上がらない」と予想していた向きも、ドルが上がらない予想のリーゾニングが間違っているように見える。いずれにせよ「conundrum」である。

この問題を週末に正面から取り上げていたのがFTの「Sliding US dollar creates a trap for investors」という記事だ。一番笑えるのは「Crédit Agricole describes it as “a bit of a mystery”, while Bank of America Merrill Lynch calls it a “head-scratcher moment”. As Adam Cole at Royal Bank of Canada Capital Markets, points out: “Most of the cyclical indicators are positive, rate expectations are still rising and the Fed is delivering, and yet the dollar just isn’t reacting to any of that.”」という第二パラグラフだが、問題は「では何故」の部分。FTはいくつかの可能性を指摘している。

1. dollar diversification =つまりアメリカの姿勢の変化が気に喰わない中国が外貨準備をドルから他の通貨に多様化したり、欧州の中銀が外貨準備に人民元を入れたりという動き
2. 政治的な要因=signs of a reawakening in Mr. Trump’s protectionist instincts, the risk of a US government shutdown and midterm elections this year

3. FRB 以外の世界の中銀の動き＝特に ECB は出口に向かって動いていると見られており、その結果ユーロは強い展開。加えて、「もしかしたら日銀も年内には」という疑念はある
4. メジャーでなくても、カナダ中銀やイングランド銀行が実際に最近になって利上げしており、「利上げ」は FRB の専売特許ではなく、むしろ FRB 以外の利上げ、またはその動きが「new」としてマーケットで材料視されがち

など。あと「ドル安は去年からの続き」という見方もあったし、記事の最後の方にある「whether rate rises today are rate cuts tomorrow. This cycle is quite mature now」というのも面白かったし、「過去を遡れば、アメリカの金利が上昇していても双子の赤字（財政赤字と貿易赤字）が拡大しているときは、ドルは下げ気味」というのも興味深かった。アメリカの今回の長期金利上昇は、「中国がアメリカ国債を売るかも」というブルームバーグの報道が切っ掛け。直ちに中国は否定した。

しかし今のトランプ政権のスタンスからすると、知財での罰金など「中国とアメリカの貿易関係は今後厳しくなるし、貿易摩擦が強まる」と予想できる。その観点からすると、「金利高にも関わらずのドル安」は想像の範囲だ。しかしそれでも「株高持続」を正当化できるのは「企業業績の伸び」くらいだろうか。もしかしたら AI や IoT などの技術革新の企業業績へのメリットが、「金利上昇への株式市場の懸念」を過去のものになっているのかも知れない。

### 《 waiting for a Germany that takes responsibility 》

欧州に目を転じると、ドイツでの大連立政権樹立の可能性がかなりの確率で出てきた。これは社会民主党（SPD）が投票で指導部による CDU との「連立交渉入り」を承認したため。先の総選挙後に約 4 ヶ月も政権樹立が出来ずに苦境に立たされていたメルケル首相にとっては、一歩前進と言える。

「連立交渉開始」をもっとも強く主張したのは SPD のシュルツ党首だ。FT によると彼は党員に対して「“Europe is waiting for a Germany that takes responsibility for Europe and that acts decisively. Without the SPD, that won't be possible,” he said. “Without the SPD there will not be a courageous impulse for Europe. It's up to us.”」と述べたという。

「欧州は我々の肩に」とも言えるこの演説があったせいか、642 人の代表のうち 362 人が「連立交渉入り」を支持したという。もっともこれは党指導部が予測したより低い賛成率（56%強）で、依然として SPD の党内分裂の深刻さを物語ると同時に、メルケル首相が仮に交渉を成立させて政権を樹立した後も、政権運営が容易でないことを示している。

-----

今週の主な予定は以下の通り。

0 1 月 2 2 日 (月曜日)	12 月首都圏新規マンション発売 12 月コンビニエンスストア売上高 米 12 月シカゴ連銀全米活動指数 日銀政策決定会合(~23)
0 1 月 2 3 日 (火曜日)	11 月全産業活動指数 独 1 月 ZEW 景況感指数 日銀「経済・物価情勢の展望」(展望レポート) 米 2 年物国債入札 米連邦準備理事会 (F R B) 理事候補の グッドフレンド氏が上院銀行委員会の承認公 聴会に出席 エバンス・シカゴ連銀総裁が会合であいさつ
0 1 月 2 4 日 (水曜日)	12 月貿易統計 米 11 月 F H F A 住宅価格指数 米 12 月中古住宅販売件数 1 月の仏 P M I 速報値 1 月の独 P M I 速報値 1 月のユーロ圏 P M I 速報値 1 月の米製造業購買担当者景気指数 12 月の米中古住宅販売件数 (25 日 0 : 00)
0 1 月 2 5 日 (木曜日)	韓国 10~12 月 GDP 独 1 月 ifo 景況感指数 米 12 月 CB 景気先行総合指数 米 12 月新築住宅販売件数 欧州中央銀行 (E C B) 理事会の結果発表 ドラギ E C B 総裁が記者会見 米 7 年物国債入札 休場=ブラジル
0 1 月 2 6 日 (金曜日)	12 月消費者物価指数 12 月企業向けサービス価格指数 英 10~12 月 GDP 米 10~12 月 GDP 米 12 月耐久財受注 休場=豪

《 have a nice week 》

全般に良く晴れた週末でしたが、皆様はいかがお過ごしでしたか。空気が乾燥している、インフルエンザが全国的に猛威をふるっているようで、私の友人にも何人か罹患者が出ました。皆様もお気を付けて。しかし今日月曜日からは一転してその後数日にわたってかなり厳しい冬の嵐になるそうで「要警戒」と思っています。

一部の報道では「週明けの首都圏、状況的に4年前の大雪と同じような気象条件」と報道されていて、その時のニュースのタイトルは「経験したことのないような大雪と吹雪」というもの。2014年2月8日の報道を見たら「東京では0時過ぎから雪の報告が届き始め、6時には関東地方のほぼ全域が雪に。8日昼頃から午後にかけては徐々に降水が強まり、積雪が1時間に3~5cmのペースで増えました。普段の景色が見えなくなるほどの吹雪となった所もありました」とあって、積雪量が以下のように報じられている。

当時の各地の最深積雪（2014年2月9日）10時時点

松本市 49cm  
甲府市 43cm  
千葉市 33cm（観測史上最高）  
東京都心 27cm（45年ぶりの大雪）  
横浜市 16cm

これだけ降れば首都圏やその周辺の交通環境は一気に悪化する。その時の状況は「各交通機関も運休や通行止めが相次ぎ、足止めを余儀なくされた方も多数いらっしゃいました」という事態。

「当時の交通機関への影響」は

- ・鉄道＝首都圏の各主要路線にて、運休遅延など大きな影響
- ・道路＝新東名高速道路が開通後初の全線通行止めとなるなど、東名高速・第三京浜道路を除く各主要路線で通行止めが発生
- ・航空＝羽田で717便、その他各地でも欠航が相次ぐ

という状況だった。不要不急の外出は避けなければならないのですが、私は月曜日は午後からお台場、その後国技館に行って、その後は大手町と移動が続く。どうなるのか。

それでは皆様にはお気を付けて週をお過ごし下さい。

《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。》