

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2412号 2018年06月18日（月曜日）

《 world trade war ? 》

今週を含め当面のマーケットの最大の関心は、サッカーのワールドカップ（ロシア）とほぼ同時に始まった世界的規模の“トレードウォー”の行方でしょう。先週末にアメリカは貿易額にして500億ドルに上る中国製品に対する制裁関税を発表、直ぐに中国も報復方針を打ち出した。もっとも実際の試合開始は7月6日。その間に“ディール”がどうなるのか。しかしその前の試合日程としては7月1日にアメリカの対欧州戦、対カナダ戦が予定されている。

マーケットの受け止め方は「本当に市場を大きく動かすほど大規模な戦いに突入するのか」というものだ。先週の金曜日のニューヨークのマーケットがそれをよく物語っている。アメリカが25%の制裁関税を課す理由は、「知的財産権の侵害」で、対象は航空宇宙や情報通信、産業ロボットなどハイテク製品を中心として1100の品目。現状の関税に付加して追加の関税を課すというもので、うち約820品目については7月6日に発動する。この「7月6日」というところがポイント。中国の対米報復関税の実施もその時期。

株式市場は米政府発表の時点で「本格的な米中貿易摩擦のゴング」と理解して、ニューヨーク市場のダウ平均で280ドル前後下げた。しかし実施期日が7月6日という点に着目する見方が増えて、「最終的には本格的貿易戦争への突入は避けられるのではないか」との見方も出て下げ幅を縮小。最終的には84ドル83セント安で終わった。つまり下げ幅を三分の一以下に縮小して終わったというわけだ。もっとも下げた事実は変わらないし、ラッセルまで含めると4指数とも下げて終わった。「懸念は残った」と言える。

今週はこの「懸念の度合い」を試す週になると思われる。アメリカは従来立場だと、「中国が報復してきたら、更に1000億ドル近い中国の対米輸出商品に制裁（関税引き上げ）を課す」との立場を表明している。「ぴったり同額の報復をしていく」としている中国の姿勢も今回で明確になったので、「7月6日までの交渉次第」という展開になる。その間はずっとマーケットはアメリカが各国と抱える貿易摩擦から目が離せない。

貿易戦争が世界経済にとっていかほどのものかという疑問に関しては、日曜日の日経新聞の記事「米関税 報復の連鎖」に少し紹介されている。それによるとOECDは「米欧中の関税引き上げで貿易コストが1割上昇すれば、世界のGDPが1.4%下振れする」と予測しているという。全米商工会議所の内部資料でも、米国も米欧中の貿易戦争で60万人超の雇用減に見舞われるという。当然アメリカ国内でもトランプ貿易政策に対する批判は強い。

しかしトランプ政権は安全保障を理由に自動車にも追加関税を課す検討を開始するとの立場を既に表明しており、「11 月の中間選挙前に発動を決めるとの声がある」（日経）という。自動車に貿易摩擦（戦争）が拡大した場合には、世界の貿易額に占める自動車の割合が大きいだけに、影響は甚大だ。アメリカの自動車輸入額は 3600 億ドル（部品含む）。輸入全体の 15%を占めており、既に関税引き上げの対象になった鉄鋼の 1%強などと問題にならないくらい大きい。

例えばアメリカ市場で大きなシェアを持つ日本車の価格が 2 割上昇すれば、「対米輸出が半減して日本の GDP を 0.6%押し下げるとの民間試算もある」（日経）ようで、それは一方で「米国も自動車価格の上昇で GDP が 0.5%下押しされる」（同）との分析と対になっている。輸入国、輸出国双方にとって経済への影響は大きいというわけだ。

問題は、それが分かっているにもかかわらずアメリカ（トランプ大統領）は貿易摩擦（戦争）を拡大する気があるのかだ。常識的には「あり得ない」と考える。しかし「on hold」としていた米中間の摩擦を一気にエスカレートさせたのはトランプ政権だ。分かったのはムニューシン財務長官にせよトランプ大統領に対する発言権は小さい、ということ。トランプという人は、その都度信頼する専門家を代える。だから担当閣僚も次々と替わる。いったん信頼を得たと思っても、直ぐにトランプ氏が心変わりする。それだけマーケットも振り回される危険性がある。

《 **changing quality of American economy** 》

貿易を巡る世界の緊張から見るとやや地味だ。しかし筆者は FOMC が先週今年 2 回目の利上げを決定し、「さらに今年 2 回、来年は 3 回、そして 2020 年にも一回」という政策金利の大幅引き上げ（最終的には 3%を遙かに超える）をドットチャートなどで予告したにも関わらず、アメリカの指標 10 年債で見る長期金利が少しも上がらずに、むしろ下を向いたのが気になった。この文章を書いている 18 日朝の段階で、アメリカの同利回りは 2.92%で、むしろ低下傾向だ。指標 10 年債の利回りは一時は 3%を上回っていたが、その後は確信的にその水準を下回っている。

これは「マーケットは FOMC の委員達ほど強気ではなく、政策金利の上昇はそこまではいかない」と見ているとも受け取れる。今のままの政策金利の上昇、一方での長期金利の横ばいから下方移動が続けば、アメリカの金利体系はあまり時間を置かずにインバースになってしまう。それは通常アメリカ経済が大きく鈍化、時にはリセッション入りすることを意味する。しかし FOMC が出した声明にはそんな気配は全くない。

毎回景気判断を示す声明の第一パラは、強気な言葉で埋まっている。「the labor market has continued to strengthen and that economic activity has been rising at a solid rate. Job gains have been strong, on average, in recent months, and the unemployment rate has declined」と心地よい文章、経済が良い状態であることを示す単語が続く。

企業の固定投資は引き続き力強く伸び、家計支出の伸びも加速。12 ヶ月ベースで見ると

「both overall inflation and inflation for items other than food and energy have moved close to 2 percent」(食料・エネルギーを除いた狭義のインフレ率、それに総合インフレ率とも 2%に接近) と。声明の第一パラを読む限り「なんも心配がない」状態。筆者は長く FOMC 声明を読んできたが、こんなに楽観論に彩られた声明第一パラ (景況判断) を読んだことがない。

議長記者会見がある回に出る「Projection Materials」を見ても、FOMC 委員達の景気が窺える。2018 年の GDP 成長率は 3 月時点の 2.7%から 2.8%に引き上げられ、インフレ見通しも 1.9%から 2.1%に引き上げられた。つまり「FRB は 2%インフレ目標を達成した」という判断だ。

「なぜアメリカの長期金利は上がらないか」を考える上で興味深い見通しも Projection Materials の中にある。それはインフレ率 (PCE inflation) 見通し。これを見ると「FOMC も今後のアメリカのインフレ率上昇ペースは加速しないと見ている」と判断できる。FOMC 委員達の今年 3 月時点のインフレ率見通しは「2018 年が 1.9%、2019 年が 2.0%、2020 年が 2.1%」というものだった。つまり景気の良い状態が続き、失業率が低い水準を続ける中では「僅かながらもアメリカのインフレ率は上がっていく」との見方だった。

しかし今回は 2018 年について 2.1%に大きく上げたあとは、「もう上昇ペースは変わらない」との見通しを下したことになる。印象としては随分な変化であり、私が受けた印象は「FOMC はアメリカ経済の質が変わったと判断したのだろう」というものだった。「文句の付けようがないほど景気が良い」と見ているのに、インフレ率は上がらないとの判断。筆者は大いに注目した。

FOMC は 2020 年の米失業率を 3.5%に見込んでいる。これは驚くべき事だ。これは長期的に見て理想とされるアメリカの通常時失業率 4.5%を実に 1%も下回る。4.5%という数字は materials の中では 3.5%の直ぐ右に書いてある。今までのアメリカでは「失業率低下→賃金上昇→コストプッシュ→インフレの上昇」という図式で、失業率の低下はインフレ率を押し上げると見られていた。それがなくなっている。つまり FOMC は「アメリカ経済の質が変わった」と判断しているということだ。

マーケットは FOMC よりも「アメリカのインフレ率上昇が加速しない現象」を強く意識しているのかも知れない。問題は「何故か」だ。パウエル FRB 議長以下の人々は、アメリカの失業率が危険なほど低い水準でもなぜ「物価全般を上げるほどには賃金は上がらない」と思ったのか。いろいろ考えられる。

1. スポーツ選手やブランド不動産と一緒に、喧伝される価格 (賃金) の上昇は局地戦にとどまる
2. 普通の仕事は常にテクノロジーの挑戦を受ける
3. 依然として低賃金で働く労働者は世界にあまたいる

など。例えば、韓国では当然賃金は下方圧力を受ける。2000万人の低賃金労働者が朝鮮半島の労働市場に参入する可能性が出てきたからだ。

《 OPEC meeting this weekend 》

先週世界で一番注目されたシンガポールでの米朝首脳会談は、あまり中味のない共同声明を発表、「継続して首脳会談を続ける」という形で終了。その中味の曖昧さ故に、ほとんどマーケット材料とはならなかった。一番注目された CVID の中味（手順、時間的枠組みなど）に関しては明確な表現が見当たらず、「壮大な政治ショーに終わる」との事前の予想が残念ながら当たったことを示した。

むしろ、あらゆる合意の真価はそれがいかに実行に移されるかという点に存在する。どんなに細かく規定されてよく詰められた合意でも、その通りに実行されなければ意味がない。逆にどのようにおおざっぱな合意も、その後しっかりと意味と効果が込められる実際の行動が積み重なるなら、それは大いに価値がある。最後は「これは良い合意」だったということになる。米朝合意文書（共同声明）については、後者であることを望む。

あまりにも「失望」の評価が多かったせいか、ポンペオ国務長官などは「CVID の期間はトランプ大統領が第一期の任期を終える今後 2 年半」などと「中味を埋める」作業に取りかかっている。しかし「非核化の検証をどうするか」など、世界が関心を持っていたことには相変わらず曖昧さが漂う。一方でトランプ大統領は北朝鮮の金正恩委員長に「体制の保証」を与えてしまった。なぜあの非人道的な体制に「体制保証など与えられるのか」と考えたのは筆者だけではなかった。記者会見での記者の質問を聞いていて、そう思った。

これはトランプ経済政策の今後にも関わるので書いておきたいが、首脳会談から記者会見までを見ていてトランプ大統領について一つ思い付いた単語がある。それは「reckless」というものだ。「向こう見ずな、無謀な、無謀で、意に介さないで」といった意味を持つ単語だが、もうちょっと軽い意味でも使われる。「不注意」「軽はずみ」といった意味だ。

それを一番感じたのは、CVID の中味に関して記者会見で「(詰めるだけの) 時間がなかった」と彼が言ったときだ。まさきに筆者が思ったのは、「じゃ十分時間をかけて詰めてから(米朝会談を) やれば良かったのに」だ。この重要な国際合意を締結するに機に及んで、「時間がなかった」とはあり得ない返答だった。まだまだある。「彼は私に言った」にも驚愕した。この単語を二度三度ほど使ったかと思う。つまり「彼は私に約束した」「だから大丈夫だろう」と言いたいのだろう。これも reckless のそしりを免れない。

パッケージになっているのは、「彼は信頼できる」「彼は頭が良い」「取引できる相手だ」「国の事を考えている」的な、相手に対する「ある種軽はずみとも言える高評価」だ。この高評価故に、「彼は私に言った→だからやるだろう」と判断しているように見える。彼はしばしばこの「相手に対する高評価」を口にする。しかしそれは変遷する。「高評価→無視→

非難→高評価.....」となり、それを繰り返す。マクロンにもそうだったし、トルドーにもそうだ。最初に会った時、つまり初見の時にはこの「高評価」が出やすい。

しかし金委員長の今までの実際の行為を少しでも知っている人なら、こんな高評価を普通下すだろうか。叔父を無慈悲に殺し、兄を海外で毒殺し、そして兵士の腹には寄生虫が大量にわいていた。つい最近まで「アメリカを無慈悲に攻撃する」と言っていた北朝鮮の首領。彼が行ったことは「権力闘争だから」というにはあまりにも酷い。

「北朝鮮が譲ったことはほぼない。しかしトランプはお土産をたくさん彼にあげた」という評価はその通りだと思う。願うことなら「トランプの自分に対する評価など直ぐに変わる。故に彼には注意する必要がある。言った以上の事をやらないと北朝鮮（自分の体制）の安全はない.....」と金正恩が考えてくれることだ。

繰り返すが北朝鮮は過去簡単に約束を反故にしてきた。様々な理屈と感情を表に出しながら。トランプという人も、自分の意見や人に対する評価を簡単に反故にして、突飛で、recklessな発言を繰り返す。似たもの同士であるが故に、腹の中では強い疑心があるだろう。その疑心（最後は彼は戦争を仕掛けかねない... という金正恩のサイドの）が、彼を実際の行動（非核化での）に駆り立てることを期待するしかない。それがないと、今回の首脳会談は「やはりトランプの選挙対策」以上のものにはなり得ない。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

- | | |
|-------------|---|
| 06月18日（月曜日） | 5月貿易統計
米6月NAHB住宅市場指数
中国、香港、台湾市場休場 |
| 06月19日（火曜日） | 30年国債入札
米5月住宅着工件数
米5月建設許可件数 |
| 06月20日（水曜日） | 4月26、27日開催の日銀金融政策決定会合議事要旨
5月訪日外客数
米1～3月期経常収支
米5月中古住宅販売件数
ブラジル中銀政策金利発表 |
| 06月21日（木曜日） | 5年国債入札
NZ1～3月期GDP
英国金融政策発表
米6月フィラデルフィア連銀製造業景況感指数
米4月FHFA住宅価格指数
米5月CB景気先行総合指数
米30年インフレ連動国債入札 |

06月22日（金曜日）

メキシコ中銀金融政策決定会合

5月消費者物価指数=8時30分

4月全産業活動指数=13時30分

石油輸出国機構(OPEC)総会(ウィーン)

OPEC 総会は今実施されている「日量 180 万バレルの生産抑制」のタガが外されるかどうか。OPEC のサウジや非 OPEC のロシアなどは最近の価格上昇を受けて当該枠の引き下げ、つまり増産を志向していると言われる。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。天気はスッキリしませんでした。ワールドカップが始まってどうしても夜中にサッカーを見てしまう毎日。日中はなんだかんだ眠いという方も多いのではないのでしょうか。私もその口で、多分それが暫く続く。今までで一番面白かったマッチはポルトガル対スペインという隣国対決。「スペイン 3-2 ポルトガル」になったときに、残り時間も少なく試合が決まったかと思ったら、ロナウドのハットのフリーキック。凄まじいフリーで、これぞプロのキックと思いました。

今ワールドカップが終われば「ロナウドのロシアワールドカップ」になるが、まだまだ先は長い。各国の選手が母国の誇りをかけて戦う。各国のリーグ戦とは決定的に「ぶつかりあう感情」が違う。特に初戦は各国が全力。ドイツに勝ったメキシコの選手の涙が印象的でした。それぞれの国に凄い選手がいるのですが、その中でも決勝戦までロナウドを見たいと思いました。ブラジルとアルゼンチンが引き分け。全般的に中南米が不振。

最近のアクティビティとしては、土曜日に渋谷ヒカリエ 11 階のシアターオーブで「LET IT BE」を見ました。シアターオーブは竣工したと時に「地球アステク」（テレビ東京系）という番組をやっていた関係で取材したことがある。同劇場の日程表を見ると、7 月からはエビタが上演。

ご想像の通り、ビートルズの曲をやるコンサートです。六本木のアビー・ロードなどなど、ビートルズのそっくりさんが出てきて、実に懐かしいビートルズの曲を展開する。友人に誘われて午後 6 時半から。後部座席は別にしてほぼフルに人が入っていた。

演奏・歌唱された曲は全部知っている。歌詞が頭に浮かぶ曲も多い。通常のコンサートに行ったときに感じる「新曲を聴く不安」がない。知っている曲目のクラシックの音楽を聞きに行ったようなものです。ビートルズはある意味「クラシック」でしょう。じゃあつまらないかというところでもない。オリジナルの曲を思い浮かべながら、「ここはこう演奏・歌唱したのか」とかいう比較の楽しみがあるし、ジョンやポールを思い出して「ちょっと色気がないな」などと思ったり。

なにせ「live」ですから。全曲目の半分くらいはほぼ全員で立ち上がって、盛り上がりま

した。オーブでは次は「エビタ」。ロンドンでもニューヨークでも見た。今のところロンドンの方が良かった。日本はどうか。最近たまにふと気がつくと、「don't cry me ……」と良く聞こえる。ベッドミドラーの「Rose」もよく聞くけど。

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。》