

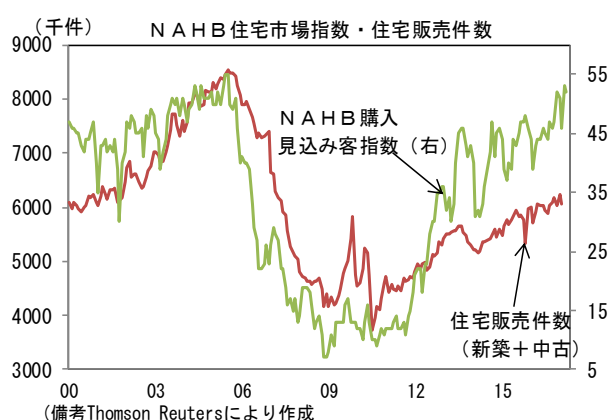
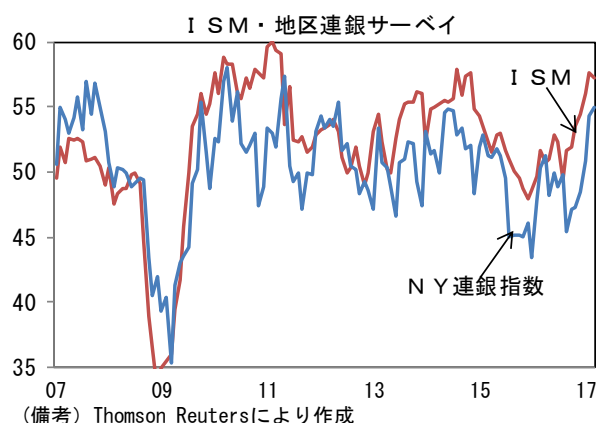
政治と為替 ～為替は政治で決まらない～

2017年4月18日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 4月NY連銀製造業景況指数は+5.20と市場予想（+15.0）を大幅に下回り、3月（+16.4）から悪化したものの、ISM換算では55.4へと0.5pt改善。ヘッドラインとは異なるメッセージを発信した。内訳は出荷（+11.3→+13.7）、雇用（+8.8→+13.9）が改善した反面、新規受注（+21.3→+7.0）が軟化、その他では入荷遅延と在庫が押し上げに寄与。この指標をISM換算した数値はISM製造業景況指数の先行指標として一定の価値がある。これに従えば4月ISMも堅調な実績が予想される。
- ・ 4月NAHB住宅市場指数は68と3月から3pt軟化したものの、異例の高水準を維持。速報性に優れたこの指標は住宅着工・販売統計等に先行性を有する。住宅市場は2Qも緩やかな改善が持続する可能性が高い。

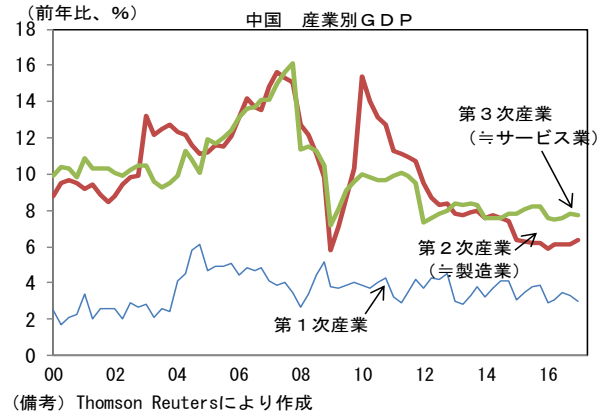
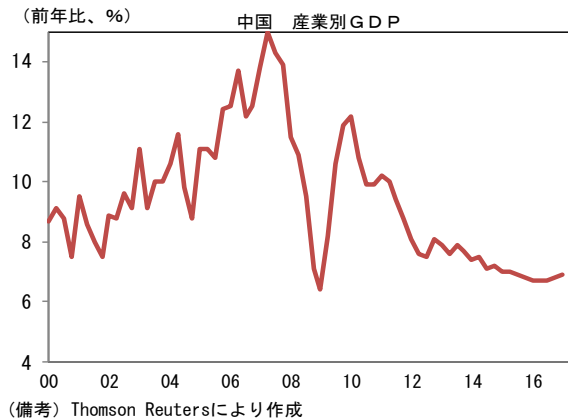


【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・ 前日の米国株市場は反発し、NYダウは183ドル高で引け。地政学リスクをよそに、この日発表された企業決算が好調で楽観ムードが台頭。ムニューシン財務長官が国境調整税に頼らない方法で、1兆ドルの景気刺激策の財源確保に意欲を見せたことも好感された。
- ・ 前日のG10通貨はJPYが最弱でそれにUSDが続いた。欧州市場の大半が休日で様子見姿勢が強かったが、ムニューシン財務長官が「強いドルは長期的には良い」という従来からの認識を繰り返したことが材料視。USD/JPYは109を回復、EUR/USDは1.06前半へと水準を切り下げた。
- ・ 前日の米10年金利2.250%（+1.3bp）引け。14日発表のCPIを受けて金利低下でスタートした後、株式市場が上昇する下、金利上昇に転じた。欧州債市場はほぼ全てが休場。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株はUSD/JPY上昇が好感されるなか、米国株ラリーに追随（10：00）。
- ・昨日発表された中国GDP（1Q）は前年比+6.9%と市場予想を0.1%pt上回って着地。前年比成長率の変化幅が9四半期連続で0.1%以内に留まるなど、信じ難いほど安定している点は統計の信頼性に疑問を投げかけるが、四半期の最終月である3月に鉱工業生産、固定資産投資、小売売上高の伸びが加速し、GDPにそうした動きが反映されたとみられる。また、この間にPMI（製造・サービス）、李克強指数（電力、鉄道、融資）、貿易統計が何れも経済活動の更なる活発化を示していたことに鑑みると、1Qの強さは確度が高いとみられる。もっとも、2Qは①政府による景気刺激策の効果剥落、②不動産投資の抑制、③人民銀の金融引き締めが成長抑制要因になるとみられ、先行きはダウンサイドリスクが大きいと思われる。



< #半期為替報告書 #ムニューシン財務長官はドル高論者 >

- ・米財務省は15日（日本時間）に「半期為替報告書」を取りまとめた。為替操作国の認定は①対米貿易黒字が200億ドル超、②経常収支黒字がGDP比3%超、③一方的で執拗な為替介入による外貨購入が過去1年間でGDPの2%相当——という3つの基準に全て抵触した場合であるが、今回の報告書では（前回と同様）為替操作国に該当する国はなく中国、日本、韓国、台湾、ドイツ、スイスが2つの条件を満たしているとされた。
- ・報告書内では「G7とG20のコミットメントに沿った、適切な事前協議を伴う極めて例外的な状況のみにとどめるべきだ (intervention should be reserved only for very exceptional circumstances with appropriate prior consultations)」との記載があったほか、日本については新たに「円が過大評価されている証拠はほとんどない。円の実質実効レートは歴史的な平均値に比べ20%割安となっている (There is little evidence that the yen is overvalued. The real effective yen is twenty percent weaker than its 20-year historical average)」との記載が加えられた。円が「割安」という文言が加えられたそのこと自体は、USD/JPYに対する口先介入的なメッセージと捉えるのが妥当だろう。
- ・もっとも、筆者はこうした米国政府の牽制がUSD/JPYを持続的下落に導く可能性は低いと判断している。既に当レポートで何度か指摘してきたように米政府の意向を現実のUSD/JPYに反映させたいなら、こうした口先介入だけではならず、①日銀に円高政策を採用させる、②両国政府による断続的な為替介入の実行、といった「実弾」が必要と考えられる。1985年のプラザ合意はまさにこうした「金融政策+為替介入」という組み合わせの下でUSD/JPYが持続的に下落した訳だが、今次局面でそこまで過激な要求を米国政府が要求してくるかは甚だ疑問。当時は日本からの輸入が米製造業への打撃を通じて、失業を生み出していたが反対に現在の米国は完全雇用近く、そこまで強硬的な為替政策を断行する理由に乏しい。また、ムニューシン財務長官が「長期的にはドル高が望ましい」との認識を繰り返していることを踏まえると、そもそも

米政府がドル安を志向しているかも再考する必要があるように思える。

＜参考＞ プラザ合意後の為替

日本政府は協調介入によって断続的に円買い（ドル売り）介入を実施し、日銀は実質的な引き締めを同時に行った。日銀は公定歩合を5%に据え置く一方、コール・レートを8%程度まで引き上げ、短期金融市場の引き締めを通じて円買いを促す、いわゆる「高め放置」という金融政策を採用した。この「高め放置」は、1985年10月14日から12月18日まで約50間にわたって実施され、この間、USD/JPYは各国政府の協調介入の効果と相俟って下落した。（※プラザ合意の内容そのものは米国の貿易赤字削減のために日本の内需拡大を促すという観点から、日銀は金融緩和策を採用するというものであった）