

週刊マーケットレター（2018年1月29日週号、No. 621）

2018年1月28日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	1月26日（前週末）	1ヵ月前	2016年末
円ドル	108.70(110.76)	113.22	116.87
ドルユーロ	1.2419(1.2220)	1.1858	1.0513
ドルポンド	1.4168(1.3849)	1.3372	1.2336
スイスフランドル	0.9335(0.9628)	0.9889	1.0178
短期金利（3ヵ月）			
日本	-0.03867(-0.02900)	-0.02267	-0.04657
米国	1.76690(1.74447)	1.68577	0.99789
ユーロ	-0.38286(-0.38143)	-0.38471	-0.33643
スイス	-0.74200(-0.74200)	-0.75580	-0.72920
長期金利（10年債）			
日本	0.075(0.080)	0.045	0.040
米国	2.66(2.65)	2.47	2.44
英国	1.44(1.34)	1.24	1.23
ドイツ	0.62(0.56)	0.42	0.20
株 式			
日経平均株価	23631.88(23808.06)	22892.69	19114.37
TOPIX	1879.39(1889.74)	1827.01	1518.61
NY ダウ	26616.71(26071.72)	24754.06	19762.60
S&P500	2872.87(2801.30)	2683.34	2238.83
ナスダック	7505.77(7336.38)	6959.96	5383.11
FTSE100（英）	7665.54(7730.79)	7592.66	7142.83
DAX（独）	13340.17(13434.45)	13072.79	11481.06
商品市況（先物）			
CRB 指数	200.52(195.50)	187.87	192.51
原油（WTI、ドル/バレル）	66.14(63.37)	58.47	53.72
金（ドル/トロイオンス）	1352.1(1333.1)	1278.8	1151.7

円ドル相場と米 GDP を探る

米株は過去最高値を更新し止まるところを知らないが、ムニューシン米財務長官の発言により、対ドルで円が急伸したことから、日本株は押された。円ドル相場は昨年9月以来の円高となり、輸出への懸念が広がっている。昨年12月の輸出は前年比9.3%増加したが、昨年6月以来6ヵ月ぶりの一桁増にとどまった。輸出の伸びは昨年7-9月期にピークを付け、すでに下り坂に入っている。昨年12月の平均円ドル相場は112円48銭と前年同期(113円31銭)よりも円高であった。今年1月の円ドル相場は昨年12月よりも円高ドル安とな

り、輸出の伸びはさらに抑えられよう。今年度下期の企業の想定レート（109 円 66 銭、昨年 12 月の日銀短観）を超える 108 円台の円高ドル安は企業収益の最大の不安材料である。

米財務長官発言の翌日、ダボス会議でトランプ大統領は「強いドルを望む」と発言したが、相場には限定的だった。米国第 1 主義を前面に出すトランプ大統領にとっては、輸出の伸びがなにより大事なのだ。輸出を伸ばすドル安は歓迎すべきことなのである。FRB の名目実効ドル相場は 1 月 19 日現在、116.76 と 2015 年 7 月以来のドル安だが、金融危機以降の 100 割れに比べれば、その水準をかなり上回っており、ドルが不安になるような水準ではない。対日貿易赤字が多いだけに、トランプ大統領の本音は対円でドルはもっと下がるべきだと思っているのではないだろうか。

ドルは対ユーロもでも大幅に下落し、2014 年 12 月以来約 2 年ぶりのドル安ユーロ高だ。ユーロ安によって、ドル建ての商品市況は値上がりしており、CRB 指数は 2015 年 8 月以来の 200 超え、特に WTI は 1 ヶ月で 13.2%も上昇した。だが、銅価格は 1 ヶ月前と比べて 0.6%減であり、原油価格等の値上がりが需要拡大ではなく、単に、ドル下落要因による上昇を示唆している。

昨年 10-12 月期の米 GDP が明らかになったが、実質前期比年率 2.6%と前期よりも 0.6 ポイント低下した。ただ、個人消費支出は 3.8%と 2016 年 4-6 月期以来の高い伸びだ。サービス支出は 1.8%と低調だったが、物への支出が 8.2%と大幅に伸びたからだ。さらに設備投資も 6.8%と 7 四半期連続のプラスとなり、堅調に推移している。世界経済の拡大によって輸出も伸びたが、それ以上に輸入が伸び、大幅な入超となった。政府部門は軍事支出の拡大で 3.0%増と 2015 年 4-6 月期以来の高い伸びとなった。輸入が輸出を大きく上回ったため、純輸出の寄与度は 1.1%、また在庫も 0.67%それぞれマイナスとなり、成長の足を引っ張った。

昨年 10-12 月期の名目純輸出は年率マイナス 5,993 億ドルと 2012 年 1-3 月期以来 5 年 9 ヶ月ぶりの巨額赤字だ。2017 年の純輸出はマイナス 5,709 億ドルと 2011 年以来 6 年ぶりの赤字額である。こうした巨額の赤字をトランプ大統領は快く思っていないことは間違いない。一方、2017 会計年度の財政赤字額は 6,657 億ドルと 2 年連続で悪化し、減税の影響で財政赤字はさらに膨らむはずだ。

昨年の米輸入額は 2 兆 9,148 億ドル、日本円では約 316 兆円になる。いかに米国が海外の需要を支えているかがわかる。2017 年の貿易赤字額は 2008 年までの 5 年間の赤字額を下回っているが、それでも再び増勢傾向にあることを考慮すれば、トランプ大統領が為替を武器に画策することは十分考えられる。米財務長官がまず伏線を敷いたということではないか。

過去 10 年の円ドル相場は 1 ドル=75 円から 125 円まで 50 円の幅がある。中間は 100 円であり、今は 100 円に比べれば円安なのだ。今年も FRB は利上げを続けるという。利上げに伴い米国債利回りも上昇していけば、ドル高円安に進むだろう。次期 FRB 議長ジェローム・パウエル FRB 理事は利上げに慎重であり、イエレン議長を踏襲するとは限らない。トランプ

大統領はドル高要因になる利上げに対しては圧力を掛けるだろう。輸出を増やし、輸入を減らすことは、米国第1主義を象徴することだから。

2017年の米実質GDPは前年比2.3%と2016年(1.5%)に比べれば改善したが、それでも緩やかである。2017年までの5年間の年平均では2.2%しか伸びていない。成長力が強くないのは、GDPの約7割を占める個人消費支出に元気がでないからだ。2017年までの5年間の個人消費支出の平均伸びは2.4%にとどまっている。GDPよりも高いが、気まぐれな他の支出項目を補うにはもっと伸びなくてははいけない。特に、サービス支出は過去5年間の平均伸び率が2.1%と低く、サービス支出の伸びが高くならなければ、個人消費支出を底上げすることはできない。

個人消費支出を決めるのは可処分所得である。2017年の可処分所得は実質前年比1.2%と個人消費支出の伸びを下回っている。過去5年間の年平均でも1.8%と個人消費支出の伸びよりも低い。

2017年までの10年間の年平均可処分所得の伸び率は1.7%と2007年までの10年間(3.4%)の半分に落ち込んだ。この結果、2017年までの10年間の個人消費支出は年1.7%と2007年までの前10年間の3.7%から2ポイントも急低下した。実質GDPも2007年までの年3.0%から2017年までの10年間では1.4%に下落した。

これほど低い可処分所得の伸びでは個人消費支出を拡大させることはできない。個人消費支出の伸びが低いから物価も上昇しないのである。2017年のPCE物価指数(食品・エネルギーを除く、コア)は前年比1.5%と前年より0.3ポイント低下した。過去5年間では平均1.5%と極めて安定している。さらに長期のPCE物価指数コアを見ることにしよう。1997年までの10年間の年平均は2.94%であったが、その次の2007年まででは1.77%、さらに2017年までは1.56%へと長期的に低下していることが明らかに読み取れる。理想的な物価環境といえる。過去20年間の年平均上昇率が2.0%に満たないのに、FRBはなぜ2%を目標とするのか不思議でならない。