

週刊マーケットレター（2019年6月24日週号、No. 679）

2019年6月23日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	6月21日（前週末）	1ヵ月前	2018年末
円ドル	107.30(108.55)	110.49	109.56
ドルユーロ	1.1366(1.1207)	1.1158	1.1469
ドルポンド	1.2740(1.2590)	1.2705	1.2757
スイスフランドル	0.9762(0.9989)	1.0109	0.9814
短期金利（3ヵ月）			
日本	-0.07050(-0.06783)	-0.07733	-0.07267
米国	2.34925(2.40200)	2.52350	2.80763
ユーロ	-0.37771(-0.35886)	-0.35971	-0.35571
スイス	-0.72220(-0.71180)	-0.71180	-0.71340
長期金利（10年債）			
日本	-0.170(-0.135)	-0.050	-0.010
米国	2.05(2.07)	2.42	2.68
英国	0.84(0.84)	1.08	1.27
ドイツ	-0.29(-0.26)	-0.07	0.24
株 式			
日経平均株価	21258.64(21116.89)	21272.45	20014.77
TOPIX	1545.90(1546.71)	1550.30	1494.09
NY ダウ	26719.13(26089.61)	25877.33	23327.46
S&P500	2950.46(2886.98)	2864.36	2506.85
ナスダック	8031.70(7796.65)	7785.72	6635.27
FTSE100（英）	7407.50(7345.78)	7328.92	6728.13
DAX（独）	12339.92(12096.40)	12143.47	10558.96
商品市況（先物）			
CRB 指数	178.51(174.80)	181.96	169.80
原油（WTI、ドル/バレル）	57.43(52.51)	62.99	45.41
金（ドル/トロイオンス）	1400.1(1344.5)	1273.2	1281.3

円高・消費税で景気後退は必至

FRBは6月18日、19日開催のFOMCで政策金利を2.25%～2.50%に据え置いたが、経済成長を維持するためには適切に行動すると表明し、利下げ行う意志を明確にした。昨年末から示唆していることであり、特別、新味はないけれども、株式・債券・為替は大きく反応した。S&P500は過去最高値を更新、10年債利回りは2017年9月以来の低水準に、ドルは円をはじめ主要通貨に対して値下がりした。円ドル相場は昨年4月20日以来の107円台乗せた。金融市場はまさに金融相場の様相が濃くなってきた。

日本や EU は金融緩和の余地がほとんどなくなっているのに対して、米国は金利だけで 2.25% の下げ余地がある。経済が悪化しても利下げで対応できるが、日本と EU は国債購入くらいで、不況になっても、利下げができず、財政頼みとなり、景気は米国以上に深刻になることは間違いない。トランプ大統領はこうした米国の強みをよく知っているのだ。米国経済が優位にある状態では、貿易問題でも日本や EU に強固な姿勢を貫くはずである。

トランプ大統領は来年の大統領選に向けて、FRB に一段の圧力を掛けるだろう。トランプ大統領はなんとしても株式を上昇基調に乗せておきたいのだ。そのためにはあらゆる手段を使うはずだ。最近、パウエル FRB 議長を以前更迭しようとしたような噂も流れていたが、トランプ大統領であれば、そのようなこともやりかねない。大統領選に勝つためには株高は必須の条件だからである。

FRB の今回の経済予測によれば、2019 年の GDP は 2.0%~2.2%、失業率も 3.6%~3.7% と前回 3 月の予測とほぼ同じだが、物価については 1.5%~1.6% へと 0.3 ポイント、コア指数は 1.7%~1.8% へと 0.2 ポイントそれぞれ下方修正した。今年 1-3 月期の米実質 GDP は前年比 3.2% だから今年 10-12 月期は 1 ポイント程度減速すると見込んでいる。それに伴い、物価はより安定し、FRB の目標から遠ざかるのだ。そうであれば、経済の再拡大を図るために利下げを行うことは、FRB にとっても理に叶っているといえる。次回 7 月 30 日~31 日に開催の FOMC では 0.25%~0.5% の利下げが実施されるだろう。

米国経済にも仕掛けた貿易戦争の影響が徐々にあらわれている。6 月の NY 連銀製造業景況指数は -8.6 と前月の 17.8 から一気にマイナスに転じ、2016 年初以来の悪化となった。また、6 月の米 PMI 総合指数は 50.6 と 2016 年 2 月以来 3 年 4 ヶ月ぶり、製造業に限れば 50.1 と 2009 年 9 月以来 9 年 9 ヶ月ぶりの水準に低下し、米国経済は今、景気の拡大か収縮かの境目辺りという微妙な状態にある。

米国経済もおかしくなりかけている。それでも株価は過去最高値を更新、米 10 年債利回りは 2.0% に接近。景気減速と利下げ期待の高まりによって、利回りの低下は顕著である。その結果、株式配当利回り (S&P500、2.1%) が 10 年債利回りをわずかながら上回ってきた。実物経済の成長率 5% (1-3 月期名目 GDP 前年比) を 3 ポイントも下回る利回りでも、まだ資金が流れ込むのは値上がり期待が大きいからである。こうした値上がり期待を膨らませているのはトランプ大統領と FRB である。

世界の主要株式と比較しても米株に魅力があるわけではない。配当利回り、株価収益率、株価純資産倍率はいずれも米国よりも日本や欧州の主要株式の魅力が優っており、株価の割安感を示している。それでも米株が強いのは、トランプ大統領と FRB を後ろ盾に投機相場が演じられているからだ。

FRB は必ず政策金利をさげる。今年の下げ幅は 0.5% を超えるだろう。0.25% の小刻みの利下げでは、トランプ大統領は納得しはしない。来年 11 月の大統領選まで時間は限られている。来年の今頃には経済に効果があらわれるような利下げをすべきだとトランプ大統領は考えているはずだ。大統領選までには 100 ベイシスポイント下げさせるシナリオを想定す

る。それでもまだ1.25%残っており、市場に期待を持たせることができる。

こうした米国の利下げシナリオに基づけば、円ドル相場は大幅な円高ドル安に向かうだろう。1ドル=100円を突破し、90円台に円が上昇すれば108.87円（3月短観、大企業製造業）という今年度の想定レートより大幅な円高ドル安となり、製造業の輸出採算は悪化、日本経済全体へのダメージもおおきくなる。トランプ大統領の要求する農産物や自動車などの通商問題に為替が加わり、日本経済は景気後退に陥るだろう。

2008年のリーマンショックにより、FRBは政策金利を2007年8月の5.25%から2008年12月にはゼロへと1年4ヵ月で5.25%も下げた。これに伴い、円ドル相場は同期間115円75銭から90円65銭（月末）へと25円も円は急騰した。

今後予想される米利下げ幅は金融危機時に比べれば小幅と予想されるが、実行されれば、円高ドル安はそれなりに進行するだろう。すでに円ドル相場は円高ドル安傾向を示しており、日本の輸出は5月まで6ヵ月連続の前年割れである。

さらに、約3ヵ月後の10月には消費税率が10%に引き上げられる。家計の懐具合はほとんど良くなっていないし、先行きも悪くはなっても良くはならないと多くの家計は思っているため、消費支出はより絞られるだろう。駆け込み需要の反動もあり、10月以降の消費は相当深刻になると思う。外需だけでなく内需も悪くなれば、景気後退は必至である。