

# FOREX WEEKLY

市場営業統括部

チーフ・エコノミスト 山下えつ子

Tel: +1-212-224-4561 (ニューヨーク)

etsuko\_yamashita@smbcgroup.com

## 【本号のポイント】

- ・週末の米中首脳会談は今のところ実行される見込み。しかし、通商協議の結果は依然として不透明である。
- ・今週の米国の金融政策に関するイベントの中ではパウエル議長のスピーチがマーケットを大きく動かした。スピーチを受けて、金利先高観は大きく後退した。
- ・ただし、12月に追加利上げが実施されると予想されるため、過度なハト派スタンスを期待するのは禁物である。

## 【金利・為替相場の予想レンジ】

	11/23~11/30の レンジ	11/30~12/7の 予想レンジ	2018年12月末 予想レンジ	2019年3月末 予想レンジ
ドル/円	112.66-114.04円	113.00-114.00円	110.00-115.00円	110.00-115.00円
ユーロ/ドル	1.1267-1.1421ドル	1.1300-1.1450ドル	1.1300-1.1500ドル	1.1500-1.1800ドル
ユーロ/円	127.83-129.26円	128.20-129.50円	128.00-135.00円	130.00-135.00円
米10年債利回り	2.995-3.086%	3.00-3.15%	3.00-3.30%	3.00-3.50%
独10年債利回り	0.316-0.379%	0.320-0.360%	0.300-0.400%	0.300-0.500%
日本10年債利回り	0.079-0.101%	0.080-0.095%	0.100-0.120%	0.100-0.150%

(注) カットオフタイムはNY時間3:00PM

(データ) Bloomberg。予想レンジはレポート執筆時の筆者の予想。

- ・本号はニューヨーク時間11月23日午後4時までの情報をもとに作成しています。
- ・FOREX WEEKLYに関するお問い合わせは、現在お取り扱い中の営業部/支店にお問い合わせください。
- ・FOREX WEEKLYは弊社ホームページでもご覧いただけます。<http://www.smbc.co.jp/> 外国為替情報→フォレックス・ウィークリー)

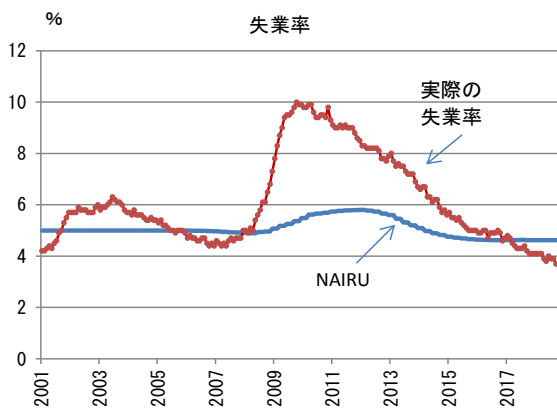
本資料は純粋に情報提供を目的とし、いかなる取引の勧誘や推奨を行うものではありません。本資料は、弊社において、信頼に足りると判断した情報に基づき作成されていますが、その情報の正確性や完全性を保証するものではありません。また資料中に記載されている指標(金利・為替・経済指標等)は過去のものであり、将来を約束するものではありません。尚、予測や見通しについては、その旨を明記しております。記載された意見や予測等は、作成当時の執筆者の見解を示すのみであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、データや数値の抽出範囲や基準は任意で設定している場合があります。弊行は本資料の論旨と一致しない情報を既に発信している場合があります。今後そのような情報を発信する場合があります。本資料は投資等に関するアドバイスを含んでおりません。本資料に記載された内容を投資等にご利用なさる際には、くれぐれもご自身の判断でなさるよう、お願い申し上げます。本資料を使用することにより生ずるいかなる種類の損失についても、弊行は責任を負いません。なお本資料の一部又は全部を問わず、弊行の許可なしに複製や再配布することを禁じます。本資料の内容は、弊社から直接提供されたお客さま限りでご使用くださいますようお願い致します。

## 重要イベント通過中

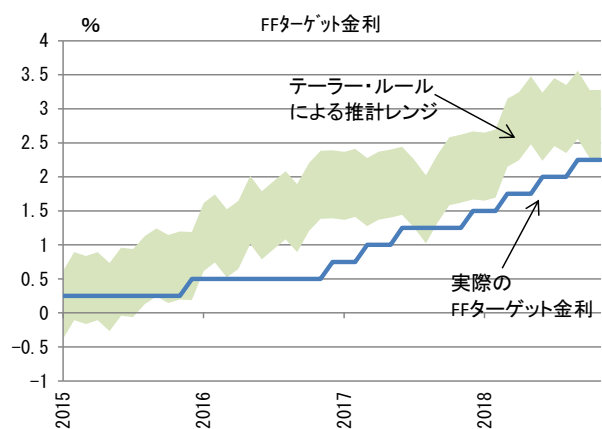
今週の最大注目イベントは1日夜の米中首脳会談である。週末にかけてG20会議も開催されるため、米国の通商政策に対する批判に対して、共同声明文はどのような内容で決着するのか、という前段もあるが、その後の米中首脳会談の結果に多くの注目が集まっている。両首脳の会食は少なくとも現時点でキャンセルされていないが、一方で、トランプ大統領のツイートは硬軟混ざり、マーケットも振らされ続けている。トランプ大統領は中国に対する追加関税を課す、としているが、同時に中国からの譲歩の内容次第では実施を延期する、とも示唆している。29日時点では、米中間で何らかの通商合意がありそうだ、とトランプ大統領がツイートした他、各種報道は米中首脳会談では大枠合意のみで12月に改めて閣僚級会議が行なわれる模様だとしている。米中首脳会談では物別れはなく、何らかの合意はありそうだが、同時に追加関税の先送りも発表されれば、マーケットはポジティブに受け止められる一方、追加関税は今後の交渉次第だと残れば、失望となるかもしれない。会談の日程が近づいても結果は依然として不透明なままである。

今週は米国の金融政策に関する複数のイベントも重要だった。金融システムの安定性に関するFinancial Stability Reportの初の作成・公表などもあり、盛りだくさんだったが、特に、28日のパウエル議長のスピーチがマーケットを大きく動かした。議長の発言を受けて金利先高観が大きく後退し、米国ダウは617ドルの大幅高、米10年債利回りは一時3.0%を割り込んだ。ドル円はスピーチの前には114円台まで一時上昇していたが、スピーチを受け113円台前半まで急落した。翌29日にはFOMC議事録(11/7-8開催分)の公表もあり、FRBの今後の金融政策について多くの情報が得られた週だった。パウエル議長のスピーチの内容をどのように解釈すべきか、も含めて以下の通りである。

28日に行なわれたパウエル議長のスピーチは同日公表されたFinancial Stability Reportを踏まえながら、米国の経済および金融政策について述べる、というものだったが、マーケットが最も強く反応したのは、政策金利が中立金利の推計レンジの下限のすぐ下にある、という表現だった。中立金利の推計値には幅があるが、現行のFFターゲット金利が2.0~2.25%であるので、議長の念頭にある推計レンジ下限は恐らく2.5%程度と考えられる。その場合、12月に利上げが実施されて2.25~2.5%へFFターゲット金利が引き上げられれば、金融政策のスタンスは緩和からほぼ中立へシフトすることになる。



(資料)CBO, BLS



(資料)FRB, Bloomberg

前回は(11/23号)「どの水準まで利上げがあるか」という観点から検討した。FRBが示している長期均衡金利は3%程度、10年債利回りも3%近辺にある。個人消費を始めとする米国の国内経済が堅調であるため、12月に追加利上げが実施される可能性は高いと見るが、その後も利上げを続けた場合、長期均衡金利を超え、逆イールドが発生する可能性があり、FRBは利上げに慎重にならざるを得ないだろう、というのが筆者の考えであった。

今回は中立金利について他のアプローチで見てみたい。テーラー・ルールを用いて短期の中立金利を推計したものが前ページ右グラフである。左グラフのように、NAIRU(インフレを加速させない失業率)は4.7%と推計されているが、現在、失業率は3.7%まで低下してもインフレは加速していないため、4.7%よりも低い水準を置いて考えると、右グラフの推計レンジの下限となる。ここでの**推計結果は2.5~3.5%程度である**。パウエル議長の念頭には、このグラフに似たイメージがあると思われる。中立金利が一体、本当は何%なのか、唯一の絶対水準が分からず、このように幅を持って考えるしかないため、もし2.5%が中立金利である時に3.0%まで利上げすれば、引き締めのようになってしまう。一方、もしインフレが加速した場合、そしてもし中立金利が実は3.5%である場合には、急いで利上げをする必要がある。**景気や物価の動向と見通しに照らしながら、手探りで金融政策を運営しなければならない局面に入った**、ということをパウエル議長は説明しているのである。

これまで議長が必ず口にしてきた「更なる緩やかな利上げの継続が正当化される」との言葉も28日のスピーチには含まれなかった。今後の利上げの要否とペースが不確定となった以上、この文言は適切ではないからだろう。29日に公表されたFOMC議事録の中でも、声明文のこの文言箇所の修正が近く必要となることに言及があった。早ければ12月19日の次回FOMCで文言が変更されるだろう。

今年**は声明文中の金融政策に関わる文言の変更が頻繁に行なわれている**。次ページに一覧を掲載した。声明文の文言変更は実は早めに着々と進められてきたことが分かる。6月には、金利水準に関する文言を削除し、9月には、金融スタンスが緩和的であるとの文言を削除した。均衡金利に到達する以前、緩和的から中立へシフトする以前、と早い時期に声明文は修正されている。現在のように中立金利に近づき、それにパウエル議長が言及したことでマーケットは大きく反応しているが、今年の終わりにはFF金利が中立水準に近づき、その後の利上げペースや終着水準の議論をせねばならないことをFRB自身は早くから意識してきたことの証左である。

次ページの11月FOMC声明文の金融政策に関する文言箇所では、赤字で示したように「更なる緩やかな利上げ」を前提とする文言がある。具体的にはこの部分が12月には削除される可能性がある箇所であるが、「今後はデータ次第で柔軟に運営する」ということは第3段落に記されているので、単に赤字箇所を削除するだけでもよいかもしれない。パウエル議長はシンプルな声明文を好むように見える。声明文はどんどん簡潔に、重複表現も削られてきたため、次も一段と短縮化されるかもしれない。12月5日には定例の議長の議会証言が予定されている。**FRBが声明文をどのように修正したいと考えているか、ヒントが得られる**かもしれない。

最後に、一つ注意が必要なのは、パウエル議長のスピーチを受けて、マーケットが利上げ停止を半ば期待したことである。FOMC議事録からも分かるように、12月の利上げ実施はほぼ確実である。来年以降の利上げについても、ペースを遅らせるイメージはあるが、今の時点では利上げ停止は議論の中心にはない。来年、結果的に利上げがゼロとなる可能性を筆者は否定はしないが、今日の時点では**マーケットの期待がFRBの考えに先んじている感がある**。

## FOMC声明文の金融政策に関わる箇所の変遷

6月FOMC	9月FOMC	11月FOMC
Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that, with further gradual adjustments in the stance of monetary policy, economic activity will expand at a moderate pace in the medium term and labor market conditions will remain strong. Inflation on a 12-month basis is expected to run near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term. Risks to the economic outlook appear roughly balanced.	Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee expects that further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term. Risks to the economic outlook appear roughly balanced.	Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. <b>The Committee expects that further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective over the medium term.</b> Risks to the economic outlook appear roughly balanced.
In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 1-1/2 to 1-3/4 percent. The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting strong labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.	In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to raise the target range for the federal funds rate to 1-3/4 to 2 percent. <del>The stance of monetary policy remains accommodative, thereby supporting strong labor market conditions and a sustained return to 2 percent inflation.</del>	In view of realized and expected labor market conditions and inflation, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 2 to 2-1/4 percent.
In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its objectives of maximum employment and 2 percent inflation. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments. <del>The Committee will carefully monitor actual and expected inflation developments relative to its symmetric inflation goal. The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant further gradual increases in the federal funds rate; the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run. However, the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data.</del>	In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.	In determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions relative to its maximum employment objective and its symmetric 2 percent inflation objective. This assessment will take into account a wide range of information, including measures of labor market conditions, indicators of inflation pressures and inflation expectations, and readings on financial and international developments.
「FF金利は当面、長期的な均衡金利を下回る」が削除された。	「金融政策は緩和的である」との箇所が削除された。	「緩やかな更なる利上げ」を示す文言が今後、修正される見込み。

(資料) FRBより筆者作成

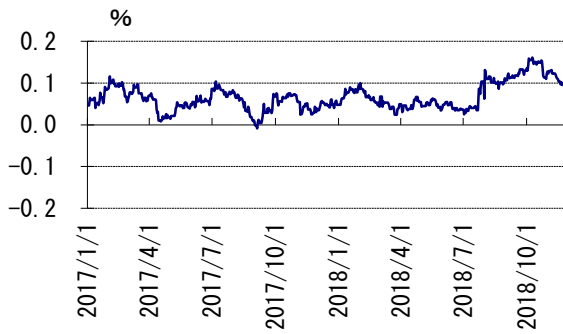
### ディーラーに聞きました（来週のドル円相場の方向性～ブルベア）

週	10月15日～	29日～	11月5日～	12日～	19日～	26日～	12月3日～
予想	±0	+1	+4	+1	±0	+4	±0
実績	中立	中立	ブル	中立	中立	中立	

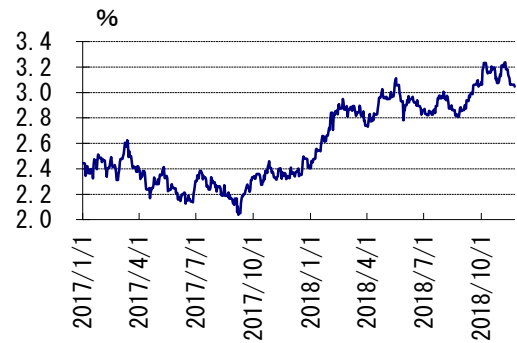
<見方> 当行の為替ディーラー（マーケット、カスタマー）8名を対象に、来週の相場予想を聴取。ドルブル（終値から1円以上のドル高）、中立（終値から上下1円内）、ドルベア（終値から1円のドル安）の三択で、結果を（ドルブル人数－ドルベア人数）で表記。+（プラス）は円安ドル高、-（マイナス）は円高ドル安を示す。

(データ出所 : Bloomberg)

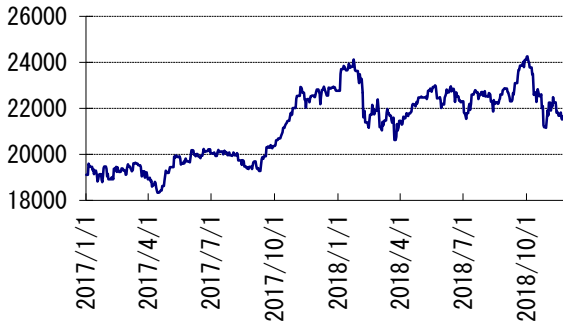
債券 (日本国債・10年債利回り)



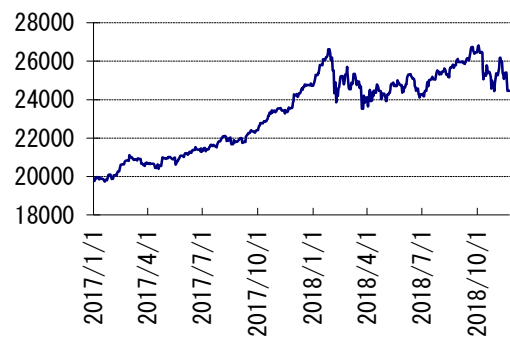
債券 (米国債・10年債利回り)



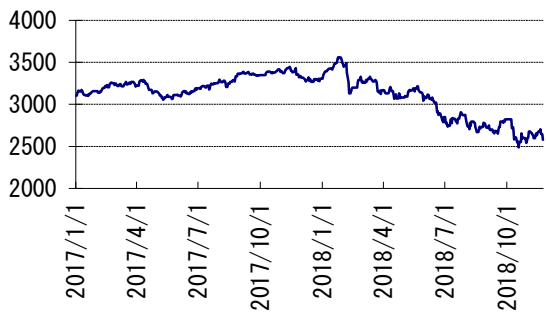
株 (日経平均株価)



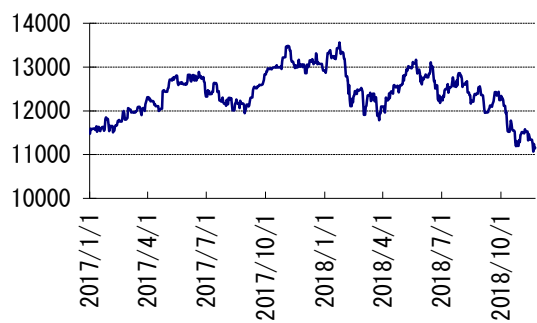
株 (米ダウ)



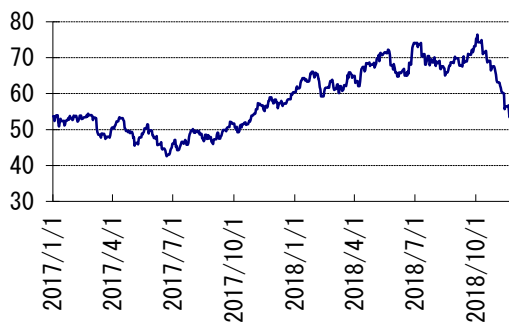
株 (上海総合指数)



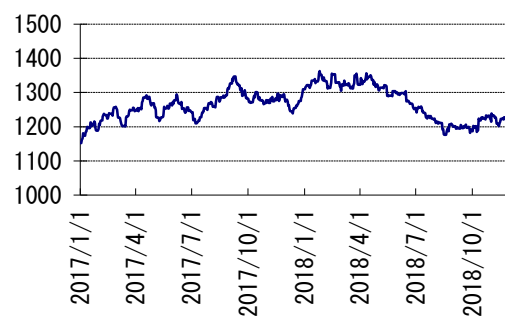
株 (ドイツ DAX 指数)



原油 (WTI 先物 (期近物) : ドル/バレル)



金 (NY 先物 (期近物) : ドル/トロイオンス)



今週のプライスアクション (ドル円)

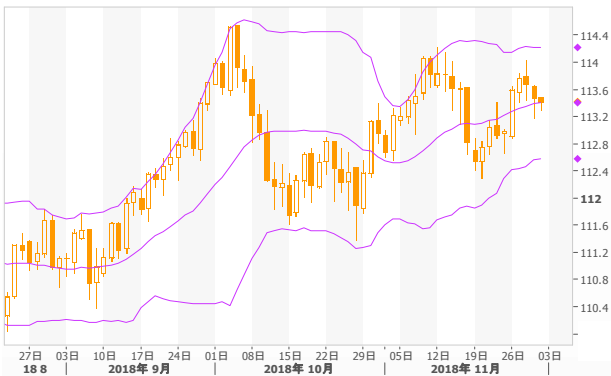
(出所: Reuters)



- ①米株の上昇で、上昇
- ②月末需給もあり、上昇
- ③パウエル FRB 議長のハト派的な発言で、下落

来週のチャート分析

(出所: Reuters)



<ドル円、日足、ボリンジャーバンド>

- ・ ボリンジャーバンドとは移動平均±2σ (σ=標準偏差、ここでは20日間の平均)を上限・下限とするバンド。
- ・ バンド中程で推移。



<ユーロドル、日足、ボリンジャーバンド>

- ・ ボリンジャーバンドとは移動平均±2σ (σ=標準偏差、ここでは20日間の平均)を上限・下限とするバンド。
- ・ バンド中程で推移。

来週の主な材料

12/3 (月)	(日) 7-9月期法人企業統計調査 (欧) 11月ユーロ圏製造業 PMI (確報) (米) 11月製造業 ISM
12/4 (火)	(日) 11月マネタリーベース
12/5 (水)	(欧) 11月ユーロ圏サービス業 PMI (確報) (米) 第3Q非農業部門労働生産性 (確報)、11月非製造業 ISM、ページブック
12/6 (木)	(欧) 10月独製造業受注 (米) 10月貿易収支、10月製造業受注、10月家計調査
12/7 (金)	(日) 10月家計調査、10月毎月勤労統計 (欧) 10月独鉱工業生産 (米) 11月雇用統計、12月ミシガン大消費者センチメント (速報)
12/8 (土)	(中) 11月貿易収支

(時間は全て現地時間)

(本ページの担当: 張、11/30 作成)