

不動産王、過剰なドル安・金利上昇は警戒

トランプ氏は長期金利敏感、支持層の家計にも打撃

株式会社ジャパネコノミックスパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/1/31

米トランプ政権による貿易赤字削減策の本格化により、為替相場ではドルの先安リスクが高まっているが、トランプ大統領は「不動産王」として長期金利には敏感だ。ドル安・原油高・金利上昇の行き過ぎには留意すると見られるほか、賃金が伸び悩む中での輸入インフレ昂進と金利上昇はトランプ氏の支持層である中間層以下の家計に打撃となる。ただでさえ米国では不動産に過熱感が高まっており、FRBの利上げ加速制御や海外からの対米投資維持という点でも、先行きドルの安定化が重要さを増していく。

不動産プロのトランプ氏、日銀 YCC に関心説

「今年の米国では長期債金利の上昇が見込まれ、米国内のリスク資産全般、特に株式、不動産、クレジットに下押し圧力をかけることになる。これを未然に防ぐため、プロの不動産デベロッパーでもある型破りなトランプ大統領が日銀の金融政策運用モデル（長短金利操作、YCC）を採用するよう、FRBに指示する可能性もあながち非現実的ではない」――。

米国の大手運用会社幹部は「万一の想定外サプライズ」として、このような指摘を行う。実際の可能性はともかく、トランプ氏は不動産業界で栄光と挫折を肌身で経験してきただけに、「長期金利が低位で固定化されるのは夢のような話であり、日銀の長期金利抑制策には高い関心を寄せている」（同）という。

その中で米国債市場では、24日のムニューシン米財務長官による「貿易に関して、弱いドルは明らかに良いことだ」との発言もあって、ドル安と米国債価格の下落（長期金利は上昇）が後押しされている。直後の24日、米財務省で為替政策担当した経験を持つサマーズ元財務長官は、英フィナンシャル・タイムズ（FT）紙で、「ムニューシン発言は誤解された」とフォローしている。

サマーズ氏はドル高政策が必要な理由として、1) 弱いドルは輸出には良いが、輸入品が高くなり、米国の購買力を弱める（輸入インフレなど）、2) ドル安は米国の金利上昇を招く（債券価格は下落、双子の赤字ファイナンスのための海外からの米国債投資を阻害）、3) ドル安発の物価上昇はFRBのよる利上げ加速の圧力を高める――といった正論を指摘している。いずれにせよ、ドル安の行き過ぎは米債金利の上昇を後押しさせるものだ。

ムニューシン発言が「身から出た錆」となる形で、29日以降は米債金利上昇が米国の株安へと波及してきた。ブルームバーグ算出によるS&P500の業種別株価指数では、年初来リターンでマイナス幅の大きいワースト業種に、ヘルスケア REIT（不動産投信）、

オフィス REIT、店舗用 REIT、住宅用 REIT、工業用 REIT、住宅建設――などが並んでいる。早くもトランプ氏の専門分野であり、現在も関係企業やファミリー企業が密接に関係する不動産業界が打撃を受けている。

その意味でトランプ氏による25日の「ドルはますます強くなるだろう。最終的に私は強いドルを望んでいる」という発言は短期的にはともかく、長期的には「切実な本音」との見方も少なくない。ドル安が行き過ぎるとFRBの利上げ加速につながるほか、海外からの対米投資を萎縮させ、過熱化する米国の不動産市場の買い手減少を通じたバブル崩壊の再現が現実味を増す。トランプ氏は不動産ビジネスで1991年、1992年、2004年、2009年に「チャプター11」（破産保護）申請の苦渋を味わってきた。いずれもドル安・金利上昇の加速やFRBの利上げ加速の前後と重なっている。

同時に秋の中間選挙に向けた貿易不均衡の是正策と政治的なドル安は、愛国煽動のムード面ではプラスとなる一方、トランプ支持層を中心とした中間層以下の家計には打撃となっていく。ただでさえトランプ政権は高所得層優遇の批判が強いなか、ドル安と悪い物価上昇、金利上昇は格差拡大を助長させてしまう。

通商圧力でも賃金の効果限定、短期はドル安弊害

そうした政治状況のなか、あくまで偶然ながらもトランプ氏によるドル高発言の25日は、米FRB算出のドル実効相場（対Major通貨、1973年3月＝100）が84.6と、2014年12月以来の85割れと重なっている。

前回の85の節目割れ定着は2004年10月以降であったが、FRBは同時期の原油1バレル＝50ドル超えとドル安によるインフレ警戒も一因となる形で利上げペースを加速させている。その後もFRBは2006年6月まで利上げを長期化させた結果、1年前後のタイムラグを経て住宅・不動産・金融バブル崩壊のハードランディングを誘発させる一助を担っている。

その前のドル実効相場の85割れ定着は、1995年3月以降であった。当時は足元で警戒されている通商摩擦の激化がドル安の一因となったが、米国内での金利上昇やインフレなどの副作用露呈もあり、翌月4月のG7で米国自らが「秩序あるドル反転」に合意。G7の協調でドル安に歯止めを掛けた実績もある。さらにさかのぼると、1985年のプラザ合意によるドル大幅安のあとには、1988年に85よりやや上の87前後で一旦のドル安に歯止めが掛かった。その意味で

現在の 85 前後という水準は、歴史的、政策的なドル安の節目となっている。

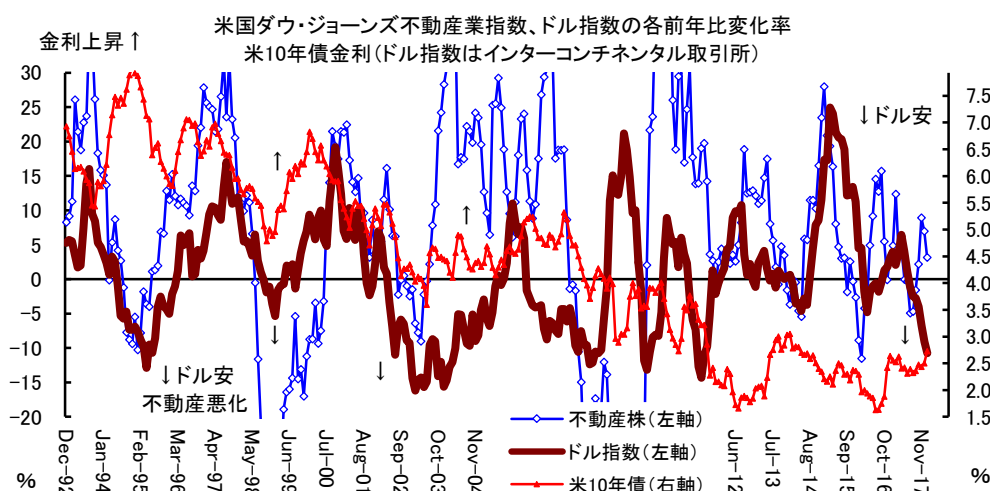
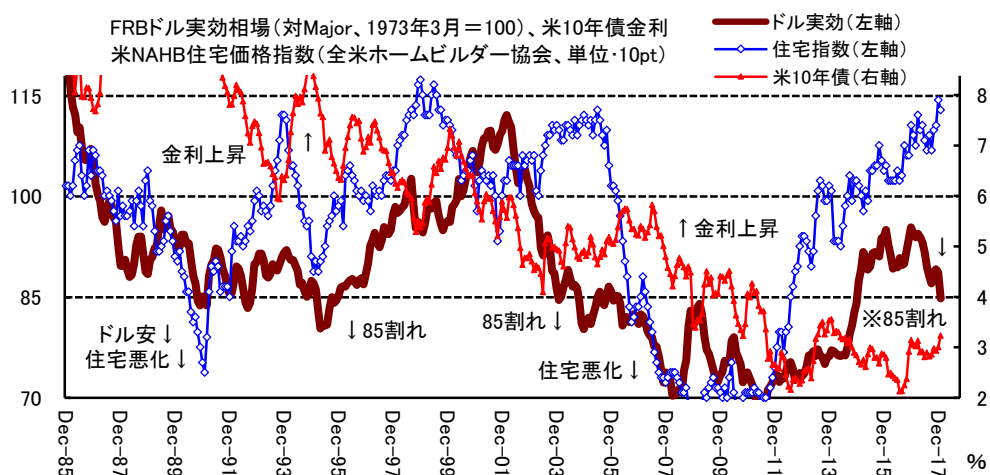
もちろん、過去に比べると米国の貿易相手国や主要な貿易相手国の通貨構成、物価構造、原油市場を取り巻く環境は大きく変容している。引き続き FRB ドル実効相場では、広範な対 Broad 通貨や対新興国通貨ベースで「2014 年以降の強過ぎるドルの修正余地」が残されたままだ。

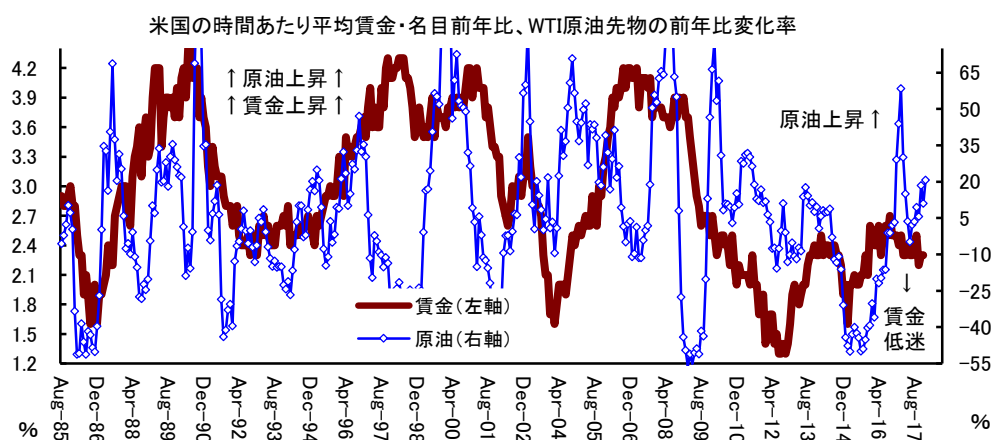
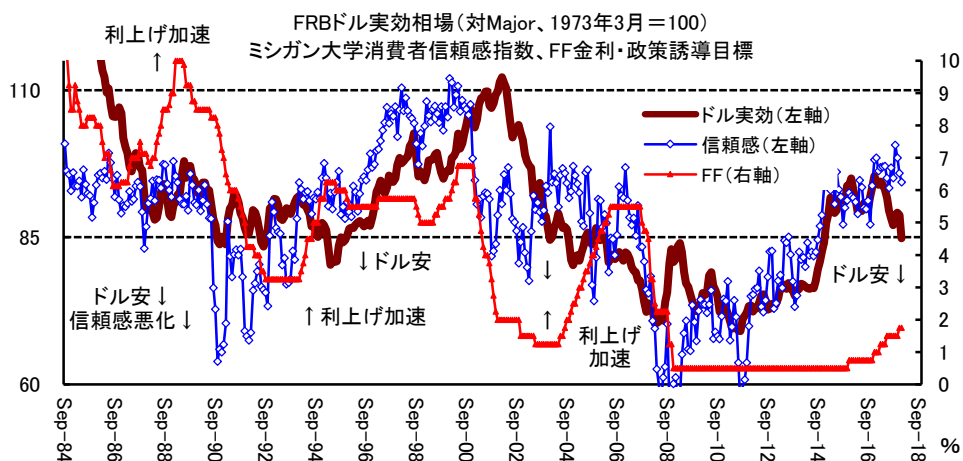
それでも通商面での政治的なドル安カードでいえば、すでに米国では完全雇用が進み、失業率は約 17 年ぶりの低水準に改善低下している。一方で賃金については、構造的な伸び悩みが根深い。その中で現状から輸入制限と輸出振興を強化しても、米国での正規雇用者の増加や賃金上昇への波及効果は限定的だ。長期的には効果があるにせよ、11 月の中間選挙までの時間軸を考えると、反対にドル安・資源高・輸入インフレ発の物価上昇と金利上昇、安価な輸入品制限による物価上昇、一方で賃金伸び悩みの持続というマイナス打撃のほうが大きいの。ただでさえ、米国では家計の債務は過去最大に再膨張しており、金利上昇に脆弱となってきている。

早くも最新 1 月のミシガン大学消費者信頼感指数

は「現在の景況感」が 109.2 となり（前月は 113.8）、10 月の 116.5 を直近最高として 2016 年 11 月以来の低水準に悪化している。過去実績としてサマーズ氏の指摘を見るまでもなく、米国の消費購買力はドル高局面で改善し、ドル安局面で悪化する相関性を有している。ブルームバーグの週間・米消費者信頼感指数でも最新 1 月 21 日週に、所得階層別では最低所得層の「1 万 5000 ドル以下」が 30.4 となり、過去 2 週の 33.0、33.5 から悪化してきた。中所得者から高所得者層は改善を維持しているのに対して、弱者への打撃と格差拡大が見られている。

ドル安・原油安と米国の家計との関係でいえば、WTI 原油先物は今年 1 月から 1 バレル＝60 ドル超えとなってきている。過去の 60 ドル超え局面には 2009 年 5 月があったが、当時の米国の時間あたり平均賃金・名目前年比は +3.1% となっている。その前では 2006 年から 60 ドル超えが定着する場面があったが、同年の賃金は +4.0% から +4.2% へ上昇していた。ひるがえって現在は昨年 12 月時点で +2.3% にとどまっており、非正規中心の雇用増加とあいまって、過去比で資源高による米国の家計は打撃が大きくなっている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。