

みずほマーケット・トピック(2016年2月4日)

「終わりの始まり」が近づく FRB の正常化プロセス

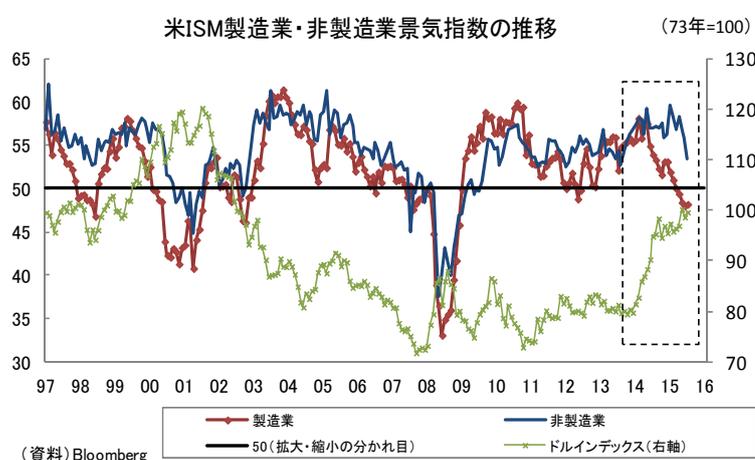
米1月ISM非製造業景気指数が急低下したことで、遂に頼みの綱であった非製造業の企業マインドにも不安が及び始めた。これを受けてドル相場が急落しているのは、いよいよ市場も「FRBの無理筋な正常化プロセス」に疑義を抱き始めたことを意味するのではないか。本欄では執拗に強調してきた論点だが、およそ製造業が不況に陥るにも拘わらず、非製造業がそれとデカップリングして回復を続ける構図など有り得ず、元々のタカ派の主張が無理筋だった。現状の米国はドル高を介して「不況の輸入」が行われている状態であり、「海外経済が悪くても国内経済が良いのだから政策正常化は当然」というロジックは破たん寸前。物価見通しに下振れリスクを抱えた状態であるゆえ、正常化プロセスを投げ出すことは極めて容易と考えられる。FRBの正常化プロセスに関し「終わりの始まり」が近づいているのだとしたら、もはや日銀やECBなどの一手によって流れが変わることは基本的には無いと考えるべき。貴重なカードを空費し続けるべきではない。

～「無理筋な正常化」が遂にテーマになるか？～

昨日の為替相場はドル全面安の展開。米1月ISM非製造業景気指数が53.5と前月の55.8から急低下し、2014年2月以来の低水準をつけたことが嫌気されており、ドルは一時、対円では117.06円、対ユーロでは1.1145まで値を下げている。より正確に言えば、頼みの綱であった非製造業の企業マインドにも陰りが見え始めたことで、いよいよ市場も「FRBの無理筋な正常化プロセス」に疑義を抱き始めたように思われる。昨年来、本欄では執拗に強調してきた論点だが、そもそも今次利上げの論拠は薄弱であり、中央銀行特有の正常化願望に突き動かされている印象が強い。利上げに関し、現状の市場における織り込み度合いを見ると、3月利上げは12%、4月利上げは16%となっている。もはやドットチャートの謳う年4回の利上げは全く信憑性がない。

～FRBの正常化プロセス、「終わりの始まり」～

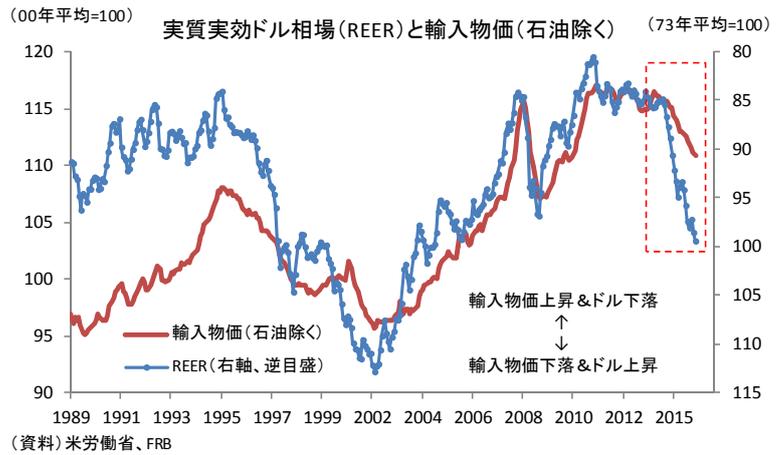
それでもタカ派は「製造業は弱くても、非製造業が強いから問題ない」との理屈を展開し、実際にこれを裏付ける雇用統計が続いてきたこともあって、遂にFRBは昨年12月、9年半ぶりの利上げに至った。しかし、本欄2016年1月14日号『厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」』でも議論したように、およそ製造業が不況に陥るにも拘わらず、非製造業がそれとデカップリングして



回復を続ける構図など有り得ない。歴史的に見ても、米経済の後退局面と鉱工業生産の後退局面は一致している。百歩譲ってそのようなデカップリングを現時点について認めるにせよ、非製造業が内需の強さに依存する以上、内需を引き締める利上げでその構図は揺らぐはずである。前頁図に示されるように、製造業マインドは明らかにドル高により腰折れしており、「悲観の極み」直後の2009年半ばと同水準で推移している。そしてここに至り非製造業の企業マインドも急低下しており、いよいよFRBの正常化プロセスに関し、「終わりの始まり」が近づいているように思えてならない。

～「不況の輸入」を直視すべき～

また、この論点も過去の本欄で強調したが、そもそも基軸通貨を擁する米国において国内経済と海外経済を完全に分離して金融政策の正常化プロセスを進めようとすることに無理がある。金融危機後、FRBは幾度も追加緩和に踏み込んだが、その度に新興・資源国はドル安の余波に苦しみ、自国通貨売り介入をせざるを得ないことがあった。今回、米国が直面している問題はこれと逆であり、「孤高の正常化」



が世界の運用資金をドルに惹きつけ独歩高を惹起している。結果、そのドル高が製造業を中心とする米企業マインドを毀損し、輸入物価の低下を通じて物価も抑制している。ここもとのドル相場の急騰を踏まえれば、恐らく輸入物価は今後より下落するだろう(図)。これは要するに、ドル高を介した「不況の輸入」が行われている状態であり、「海外経済が悪くても国内経済が良いのだから政策正常化は当然」というロジックが決して盤石ではないことを示している。元々物価見通しに下振れリスクを抱えた状態であるゆえ、正常化プロセスを投げ出すことは極めて容易だろう。

～空費され続ける貴重なカード～

FRBの正常化プロセスに関し「終わりの始まり」が意識される中、日銀によるマイナス金利の効果は株・為替について早速掻き消されてしまっている。本欄では繰り返し述べているように、中国経済減速やこれに伴う商品安、その結果としてFRBの挫折などといった巨大なテーマを前に当事国ではない中央銀行(日銀やECBなど)が出来ることは少ない。少なくとも日銀のマイナス金利に関しては、導入後約1週間が経過した時点で、効果よりも副作用の方が明らかに強く出ており、対費用効果が強く疑われる状況にある(というか今のところ、前向きな効果がどこにあるのかよく分からない)。

もちろん、マイナス金利の適用はまだ始まっておらず(2月16日の積み期間から適用)、その効果を議論するのは尚早である。だが、自身の一手が「有効なテーマ」と「無効なテーマ」があることを整理した上で政策運営を行わなければ貴重なカードを空費するだけという事実は金融危機後に嫌というほど日銀が学んだ教訓のはずである。今後、FRBはドットチャートの下方修正を重ね、それに合わせた声明文修正も施されるだろう。その結果として発生するドル安に抗う術は基本的には無く、

副作用だけを拡大し続けるマイナス金利政策の継続はやはり再考が必要に思われる。昨日、黒田日銀総裁は都内で行われた講演において緩和手段の限界を問われ「とても違和感のある表現」と一蹴した。しかし、緩和手段が残されていることとそれが効くかどうかは別の問題である。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属属まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のスレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか?今後のユーロ相場は?
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失算」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や境界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」?～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファンリシティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間相場
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか?
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い?～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待?～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちたくされる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も?～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は?～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～期代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か?～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】