

みずほマーケット・トピック(2017年3月15日)

米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCを前に～

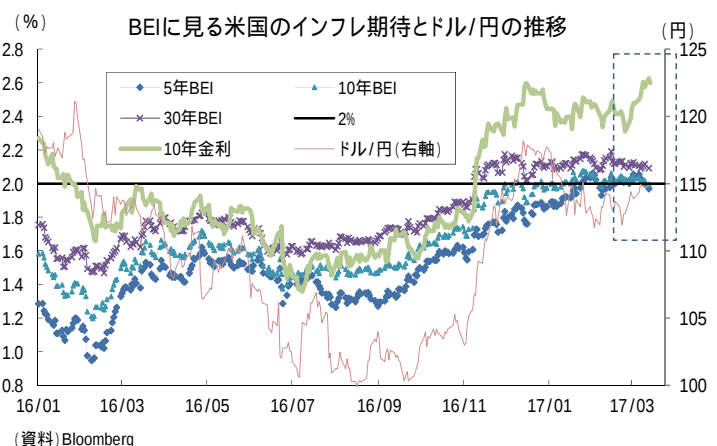
2月末以降、米金利の上昇が目立っているが、その傍らでブレイクイーブンインフレ率(以下 BEI)に表れるインフレ期待は横ばいである。具体的には、昨年秋頃からドル/円相場が上昇してきた局面では名目金利の上昇に加え、それと平仄を合わせるように BEI も上昇していた。その後、今年に入ってから名目金利の上昇が一服する中、BEI も横ばいとなり、ドル/円相場も軟調に推移してきた。だが、2月末以降は名目金利が明確に上昇するに伴ってドル/円相場も浮揚し始めているが、BEI は横ばいのままである。こうした「名目金利は上昇しているにも拘らず、BEI は追随していない」という状況は、理論的には、米国における期待実質金利、言い換えれば潜在成長率(ラフに言えば地力)が高まっている事実を示唆する。だが、最近まで長期停滞論が幅を利かせていたことと齟齬を感じざるを得ない。今後の米国の名目金利動向は BEI とセットで評価した上で、その持続性を推し量ることがドル/円相場予想の一助となりそう。

～原油価格に連れてドル/円も下落～

昨日の為替相場も今晚未明の FOMC を控え小動きの展開となった。石油輸出国機構(OPEC)の月報でサウジアラビアが原油生産を増やしたことが公表されると、同国の減産方針が緩和されたとの思惑から原油価格が1バレル48ドルを割り込んだ。原油価格への見方が弱気に振れるに伴い従前のドル買いも巻き戻され、ドル/円相場は115円台を割り込み一時114.51円まで下落している。FOMC の強気姿勢に注目が集まる中、ドル/円相場の上値は相変わらず重い印象である。

～米インフレ期待低迷が意味するもの～

ところで、2月末以降、米金利の上昇が目立っているが、その傍らでブレイクイーブンインフレ率(以下 BEI)に表れるインフレ期待は横ばいという実情がある。具体的には、昨年秋頃からドル/円相場が上昇してきた局面では名目金利の上昇に加え、それと平仄を合わせるように BEI も上昇していた(図中)。その後、今年に入ってから名目金利の上昇が一服する中、BEI も横ばいとなり、ドル/円相場も軟調に推移して

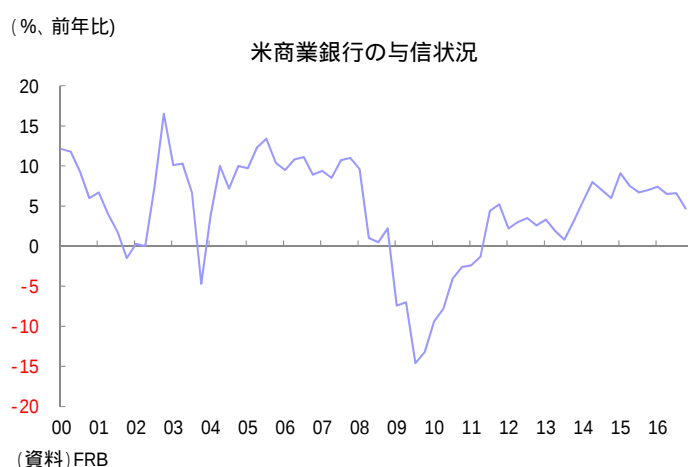
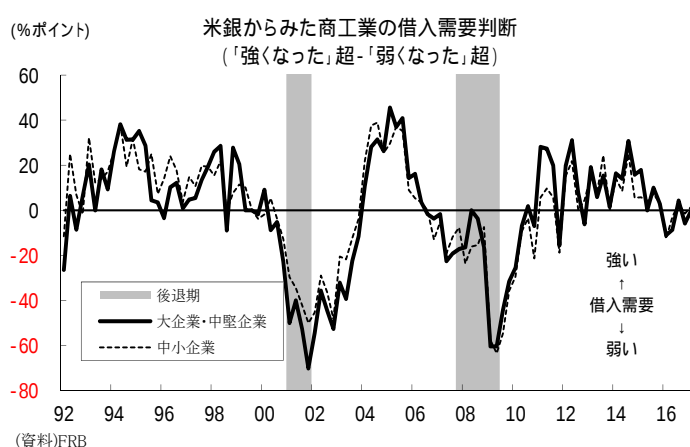


きた。しかし、2月末以降(図中の点線四角部分)は名目金利が明確に上昇するに伴ってドル/円相場も浮揚し始めているが、BEI は横ばいのままである。こうした「名目金利は上昇しているにも拘らず、BEI は追随していない」という状況は何を意味するのか。

理論的には「名目金利－インフレ率(or インフレ期待、以下 BEI)＝実質金利(or 期待実質金利)」と定義されることから、「名目金利－実質金利(or 期待実質金利)＝インフレ率(or BEI)」と書き換えられる。現実に名目金利が上昇していることを踏まえれば、BEI が横ばいとなっている事実は期待実質金利が上昇していることを示唆する。期待実質金利はその経済に想定される潜在成長率、ラフに言えば「地力」と読み替えられるため、景気回復に伴って米国の地力が高まっているとの見方が市場にはあるのかもしれない。FRB がタカ派色を強める状況下、想定される中立金利や潜在成長率に対し強気な見方が増え、期待実質金利も強まるというのは自然な話ではある。

～地力の復調は感じない～

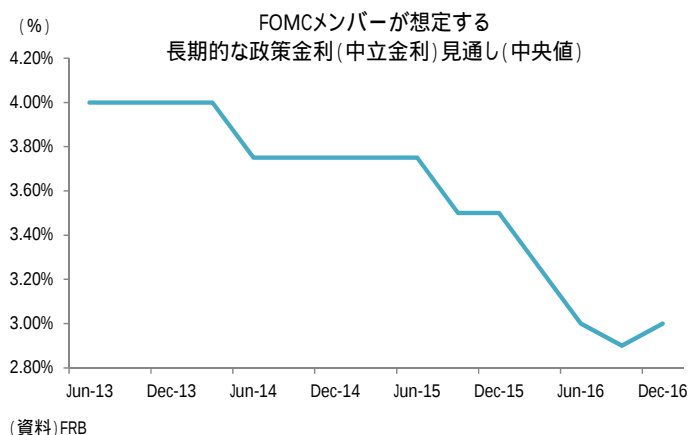
しかし、昨年までは中立金利の低下が話題となり、サマーズ元米財務長官らが主張する長期停滞論が幅を利かせていたことを思い返すと、期待実質金利の上昇を安易に米経済の地力復調と理解しても良いのかは疑義が残る。本当に実体経済が力強さを取り戻すのであれば、例えば、その過程で銀行与信の復調などが鮮明化してくるだろう。しかし、FRB が四半期に一度実施する銀行貸出態度調査などを見る限り、企業の借入需要が逼迫しているようには見えず(右図・上)、むしろ 2014 年中頃を境として後退しているようにすら見える。本日の本欄で直接的な因果を議論することは避けるが、2014 年中頃と言えば今回のドル高局面が始まった頃であるため、通貨高を通じて企業活動が抑制された可能性なども気にかかるところである。なお、借入需要に対し、実際に貸出供給を行う銀行側の計数を見ると(右図・下)、前年比での増勢こそ続いているものの、さほど加速している様子もない。過去 3 か月弱の期待実質金利の上昇を地力の改善と見なすことに関しては、今少しの慎重さを持ちたいところである。



～中立金利や長期成長率にも注目したい FOMC～

名目金利の緩やかな上昇と共に各年限の BEI が 2% 付近で安定推移する現状は実体経済の適度な復調を示唆するという意味で FRB の正常化プロセスにとっては望ましい動きである。だが、上述したように、各国中央銀行が中立金利の低下に思い悩んでいたのはつい最近の話であり、実際、FOMC メンバーの想定する中立金利も昨年 9 月まで低下が続いてきた(次頁図)。そうした経緯に鑑みれば、現状の名目金利と BEI から示唆される期待実質金利の上昇を地力の復調と捉え、当然

視するようなストーリーには簡単には乗れないというのが筆者の基本認識である。仮にそのような認識が正しければ、どこかで期待実質金利は頭打ちになる。期待実質金利が上がらないにも拘らず、名目金利がFRBの正常化プロセスに合わせて粛々と上がり続けるには、BEIも上がってこなければならない。BEI が上がってこないのであれば、その名目金利上昇の持続性は理論的に疑義が残る。そのように考えて



いくと、今後の米金利動向は BEI とセットで評価した上で、その持続性を推し量ることがドル/円相場予想の一助となるように思われる。もちろん、現状見られているような期待実質金利の上振れを米経済の地力復調と読み替え、それが正しいとすることも 1 つの考え方ではある。しかし、そう思わせるだけの材料は決して十分ではない、というのが筆者の立場である。

今晚未明に結果が公表される FOMC に関しては利上げの有無よりも、利上げの見通し(年 3 回から 4 回へ予想中央値が引き上げられるのか否か)やバランスシート縮小議論の有無に市場は注目している。しかし、上述のような議論を踏まえれば、スタッフ経済見通しで示される長期成長率見通しや中立金利の動向も 1 つの見所にはなってきたであろう。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不自信～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオベ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避免か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか?～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガ/ミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/ミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミクス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信・物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)