

みずほマーケット・トピック(2017 年 5 月 10 日)

米インフレ期待低迷が映す米経済への過信

6 月 FOMC の利上げを当然視するムードが出来上がる中、ドル買いが勢いづいている。だが、名目金利やドルの動きとは裏腹にインフレ期待は盛り上がるどころか徐々に押し下げられている。年初からの動きを振り返ると、米 10 年金利とドル/円相場は概ね足並みを揃えてきたが、この間、5 年、10 年、30 年といったインフレ期待ははっきりと下げ基調にある。理論的な関係を元にすれば、これは米国の潜在成長率(地力)が高まっているのか、それとも名目金利(やドル)の上昇が過剰なのかを示唆する。筆者の基本認識は后者であり、年初から緩やかに落ち込んでいる米国のインフレ期待は米国経済への過信に対する警鐘と考える。また、経験則に照らせば、仮に FRB が描くように順当な利上げが実行されたとしても、それに応じて名目金利が押し上げられ、ドル/円相場も上昇するというシンプルなロジックが実現するとは限らない。

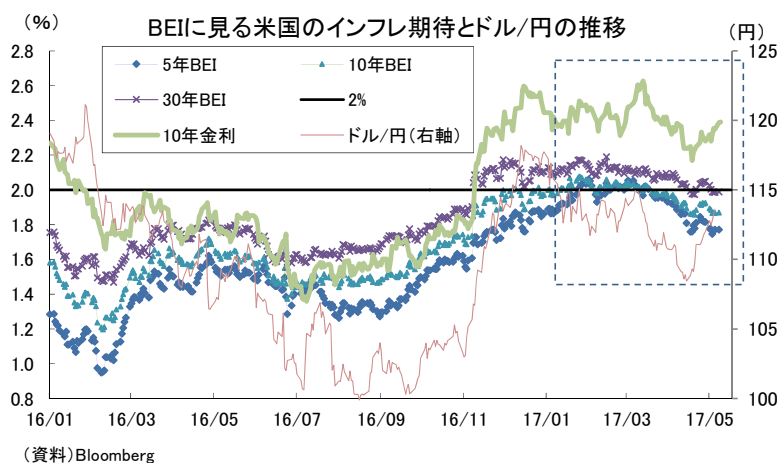
～低迷する米インフレ期待～

昨日の為替市場は米利上げ観測を背景としたドル買いが継続しており、ドル/円相場は一時 114.32 円と 3 月 15 日以来、約 2 か月ぶりの高値をつけている。地区連銀総裁から相次いでバランスシート縮小を望む発言が見られており、これは 2 月以降、申し合わせたように利上げを望む発言が見られた状況と酷似している。6 月 FOMC でバランスシート縮小に向けた議論が本格的に盛り上がるとは思わないものの、地均しのコミュニケーションは始まるのだろう。過去の本欄でも述べたように、イエレン FRB 議長にとってはそうした道筋をつけることが「置き土産」となる。

そうした FRB の情報発信を受けて

金融市場ではすっかり 6 月 13～14 日開催の FOMC における年内 2 回目の利上げを当然視するムードが出来上がっており、為替市場でも自然とドル買いが勢いづいている。だが、過去の本欄¹でも議論したように、名目金利やドルの動きとは裏腹にインフレ期待は盛り上がるどころか徐々に押し下げられている。年初からの動きを振り返ってみると、米 10 年金利とドル/円相場は概ね足並みを揃えてきたが、この間、5 年、10 年、30 年といったインフレ期待

(BEI)ははっきりと下げ基調にある(図)。理論的には「名目金利－インフレ率(or インフレ期待)＝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)＝

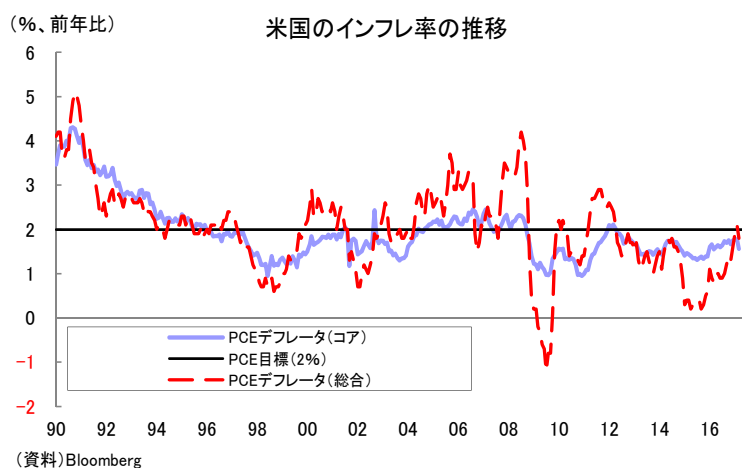


¹ 2017 年 3 月 15 日号『米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMC を前に～』をご参照下さい。

インフレ率(or インフレ期待)」と書き換えられる。つまり、現在目の当たりにしているインフレ期待の低下は、名目金利の上昇が正しいものだとすれば、期待実質金利の高まりによってもたらされている可能性が出てくる。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。ここで問題になるのは、本当に「地力」は高まっているのかという点である。

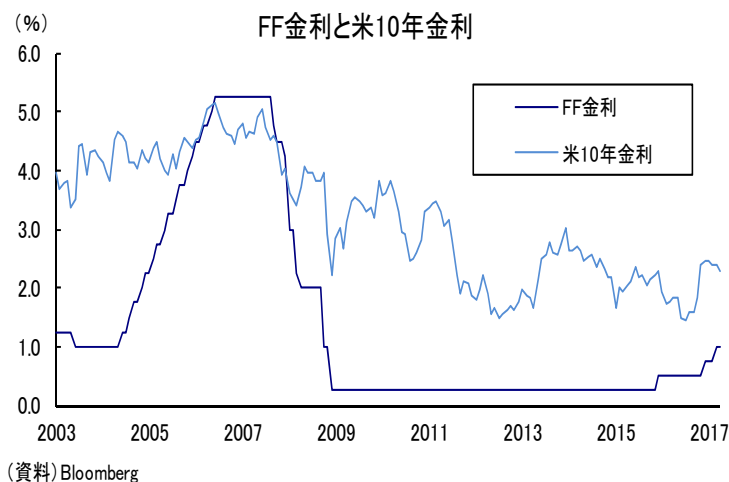
この点、現状に関しては米経済の潜在成長率上昇を包含するように期待実質金利が上がっていると解釈するよりも、名目金利やこれに付随するドルの上昇が楽観的に過ぎると解釈する方が自然なのではないかと筆者は考えている。過去の本欄²でも見たように、例えば借入需要や銀行貸出、社債発行残高といった与信関連の計数はそれほど盛り上がりが見られていない。経済の「地力」が高まる局面で資金需要が加速しないのは普通に考えれば不自然である。

さらに言えば、そもそもコア個人消費支出(PCE)デフレーターは過去1年間、前年比+1.6～+1.8%で推移しており、目標とする+2.0%を超えて上振れる雰囲気は全く感じられない。この点からもインフレ期待が低迷することは特に驚きではないだろう。総合すると、現状のインフレ期待低迷は上述したような期待実質金利(地力)の上昇を示しているのではなく、むしろ名目金利が過剰に上昇している(端的に言えば名目金利の動きが間違っている)状況を示しているのではないかと。これはFRBの正常化プロセスやトランプ大統領の経済政策(トランプノミクス)への「過信」が相当程度、米金利とドル相場を支えているとも言い換えられるかもしれない。



～「利上げ≠10年金利上昇」である～

また、仮にFRBが描くように順当な利上げが実行されたとしても、それに応じて名目金利が押し上げられ、ドル/円相場も上昇するというシンプルなロジックが実現するとは限らない。例えば前回の利上げ局面(2004年6月～2006年6月)では1.00%から5.25%まで425bp、回数にして17回もの利上げが行われたが、10年金利は4.6%から5.1%へ50bp程度しか上がらなかった。今回は2015年12月、2016年12月、2017年3月で25bpずつ、「0.00～0.25%」から「0.75～1.00%」へ計



² 本欄 2017 年 3 月 15 日号『米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMC を前に～』をご参照下さい。

75bp、3回の利上げが行われている。この間に10年金利は2.2%から2.4%と20bp程度上昇している。極めてラフなイメージであることを承知で言えば、利上げ1回あたりの10年金利押し上げ幅は前者が約3bps(50bp÷17回)、後者が約7bps(20bp÷3回)と今回の方が感応度は高いようにも見える。とはいえ、今回の方が遥かに水準の低いところから利上げが始まっており、初速が大きいのは当然にも思われる。しかし、このような利上げと10年金利の中長期的な関係を考慮すると、昨年11月9日のトランプ大統領当選から約1か月で約80bp(1.8%→2.6%)も10年金利が急騰したことは異様だったと言わざるを得ない。いずれにせよ、6月FOMCを経てドットチャートのタカ派化やこれに伴う利上げ織り込みが進む可能性はあるにしても、それが名目金利の上昇やドル相場の上昇に直結するとは限らないという点は留意しておきたい。既に見たようなインフレ期待の低迷と合わせ見れば、名目金利とドルの持続的な上昇にはさほど確信は持てない。

現状では、今年最大のテールリスクを孕んでいたフランス大統領選挙を無事に通過し、懸案であった朝鮮半島情勢も一時的に収束していることでドル/円相場も一時的に息を吹き返している。しかし、そうした短期的な状況変化に目を奪われ、底流にあるインフレ期待の低迷を軽視することは危ういと筆者は考えている。年初から緩やかに落ち込んでいる米国のインフレ期待は米国経済への過信(名目金利とドルの上昇)に対する警鐘ではないだろうか。

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5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～揺る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けれない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≠ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の奇立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCの前に～
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(PSPF)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信心～)
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ペ見送り～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	トランプノ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(トランプノ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～レーガノミクスとの比較～
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	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ