

みずほマーケット・トピック(2017 年 11 月 8 日)

「常識的な論点」から見直したい相場の現状

楽観ムードが先行しやすい現状だからこそ、基本に立ち返った上で FRB の政策運営やこれに付随する相場展開を読む姿勢を大事にしたい。この点、FRB より公表された『銀行上級貸出担当者調査(17 年 10 月調査)』によれば、米銀の貸出態度は緩和傾向が続いているものの、企業の借入需要は小さくなる傾向が続いている。金利がお金の「価格」であることを踏まえれば、およそ資金需要が高まっていない時にその「価格」を規定する政策金利を引き上げることが果たして適切なのかという常識的な論点は近年、軽視されているように感じる。こうした状況で利上げを重ねていけば、借入需要はさらに収縮し、マネーサプライも増えず、物価も上がらなくなるというのが貨幣数量説などの理論的な想定に近いのではないか。「常識的な論点」を念頭に置いた上で、FRB の政策運営やこれに伴う為替相場の予想を検討していきたいと考える。

～極まりつつあるゴルディロックス状態～

昨日の為替市場は小動きの展開。本邦では日経平均株価が 1992 年 1 月以来、25 年 10 か月ぶりの高値をつけ、バブル崩壊後の高値を更新したことがもっぱら話題であるが、株式相場の活況に比べると為替相場は落ち着いている。なお、米国を例に取り現状をラフに総括すれば、FRB の利上げにもかかわらず金利は低く、それゆえにドルは騰勢を強めず、結果として企業活動(要するに株)にとっては非常に望ましい環境が醸成されている。また、上がらない物価は実質ベースでのドル高抑制にも繋がっており、これも米企業の競争力改善に寄与していそうである。

こうした全ての市場参加者にとって都合の良い相場環境(いわゆるゴルディロックス状態)が永続することは考えにくい。現状と酷似する状況としてはグレート・モデレーション(大いなる安定)と呼ばれた 2005 年から 2007 年、つまり約 10 年前が思い返される。あの時も相場に強気な向きは「今回は違う」との言説に依存していたが、その後に何が起こったかを思い返せば、やはり現状に危機感を抱かざるを得ない。しかも、当時と異なり、中央銀行は「物価が上昇していなくても金融を引き締める」という政策運営に出ており、金融政策の方向性と実体経済の状況に乖離がある。金融政策が実体経済をオーバーキルしている懸念は当時よりも大きいと筆者は懸念している。

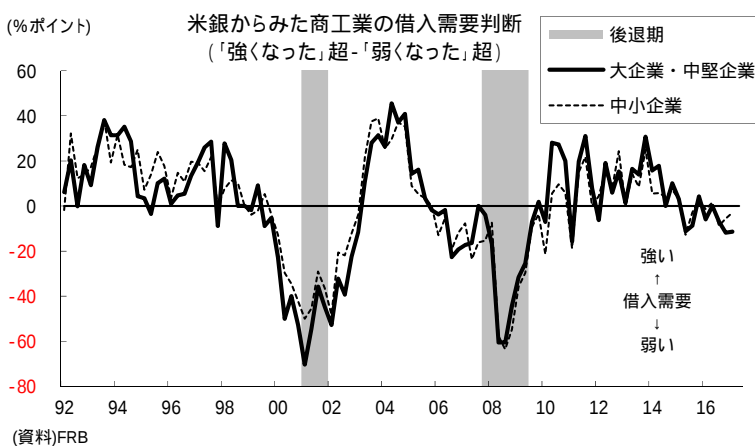
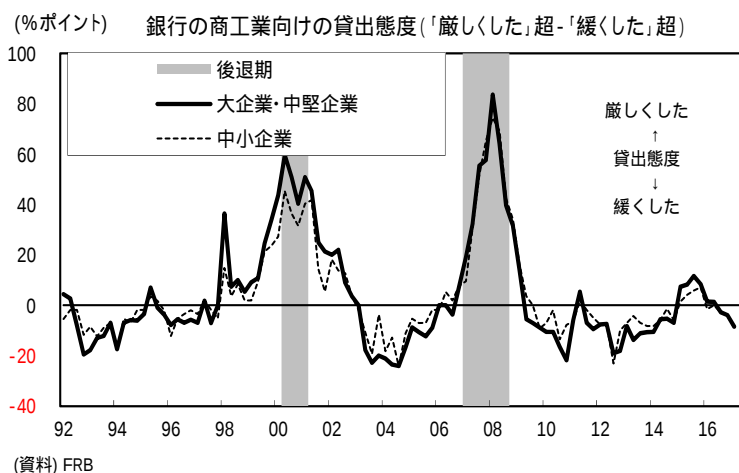
～決して強くない米経済の資金需要～

こうした楽観ムードが先行しやすい現状だからこそ、基本に立ち返った上で FRB の政策運営やこれに付随する相場展開を読む姿勢を大事にしたい。この点、今週 6 日に FRB より公表された『銀行上級貸出担当者調査(17 年 10 月調査)』は重要な事実を思い返す材料になる。市場で材料視する向きはないが、目下、FRB の正常化プロセスが進行する中であって重要なデータである。調査のうち、米銀の商工業向けの貸出態度に関し、「厳しくした」との回答割合から「緩くした」との回答割合を引いた DI を見ると、企業規模にかかわらず「緩くした」との回答割合が高まっていることが分

かる(図・上)。この点、堅調な実体経済を背景として金融機関の体力が改善に向かっている事実が読み取れる。また、こうした緩和的な金融環境が行き場の無い流動性を生み出し、株式に代表されるリスク資産価格を押し上げ、将来的なシステム不安に繋がっているというのが現状のFRBの問題認識であり、利上げやバランスシート(B/S)縮小の論拠ともなっている。

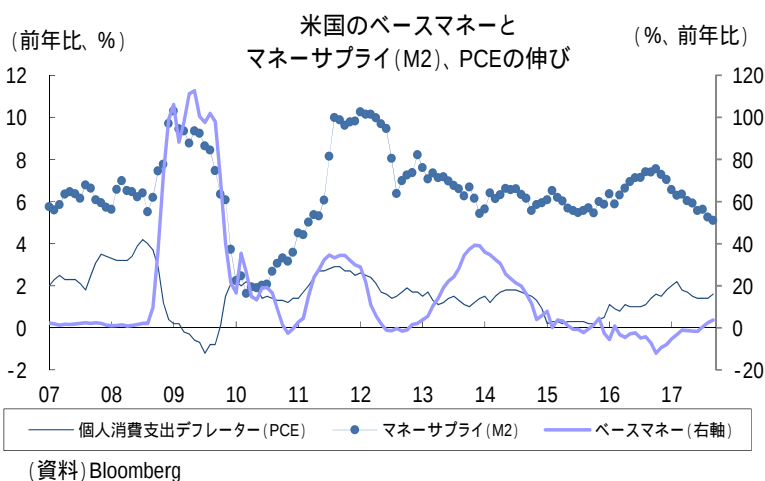
だが、与信環境に関する重要な論点はこうした資金供給側(銀行)の状況よりも資金需要側(企業・家計)など借手の状況だろう。デフレに長年悩まされてきた日本の経験を踏まえれば、緩和的な金融環境を用意しても、資金需要が乏しければ状況は変わらない。この点、銀行からみた商工業の借入需要判断に関し、「強くなった」との回答割合から「弱くなった」との回答割合を引いたDIを見ると、中小企業で若干の持ち直しが見られるものの、ここでも企業規模にかかわらず「弱くなった」との回答割合の方が高い状況が続いている(図・下)。現状のFRBの利上げやB/S縮小といった正常化プロセスはこう

して資金需要が大してひっ迫していない状況下で実行されているという事実は押さえておきたい。



～金利はお金の「価格」のはず～

金利がお金の「価格」であることを踏まえれば、およそ資金需要が高まっていけない時にその「価格」を規定する政策金利を引き上げることが果たして適切なのかという常識的な論点は近年、軽視されているように感じる。貨幣数量説の考え方に倣えば、資金需要の高まりに応じてマネーサプライが増えれば、物価も上昇することが期待される。だから、インフレを予防したい中央銀行は利上げをして資金需要を絞り、マネーサプライの伸び鈍化を図るわけである。しかし、周知の通り、金融危機以降、未曾有の緩和(ベース



マネー急増)の割にマネーサプライは増加しておらず、これが今ひとつ盛り上がらない個人消費支出(PCE)デフレーター動きと整合的である(前頁図)。

こうした状況で利上げを重ねていけば、借入需要はさらに収縮し、マネーサプライも増えず、PCEデフレーターも上がらなくなるというのが理論的な想定に近いのではないか。もちろん、物価が上昇する経路は多様であり、完全雇用が実現しつつある以上、賃金主導で一般物価が押し上げられるという可能性もあり、FRBはこの経路を懸念している節がある。しかし、日本の経験を踏まえれば、雇用改善は必ずしも賃金上昇を保証するものではないだろう。次の緩和局面における手段が乏しいことを踏まえれば、やはりごく基本的な貨幣数量説のような考え方を尊重し、当面は現状維持で様子を見るという姿勢が無難に思われる。金融引き締めに期待される役割は資金需要がひっ迫していたり、その結果として物価が上昇していたりした場合、歯止めをかけることである。そうした視点に立った時、現状での金融引き締めが果たして適切と言えるのかという「常識的な論点」を念頭に置いた上で、FRBの政策運営やこれに伴う為替相場の予想を検討していきたいと考える。

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.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11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の姿勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく…～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラットECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～
2017年6月21日	カショカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～座して円高を待つ、状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について