

みずほマーケット・トピック (2018 年 1 月 22 日)

トランプ誕生 1 年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～

トランプ米大統領就任後の 1 年を振り返れば、当時期待されていた未来にはなっていない。拡張財政を主軸とする米経済・金融情勢の過熱は相次ぐスキャンダルもあり実現しなかった。しかし、雇用や株価の堅調を背景に FRB の正常化プロセスだけは 1 年前の想定通りに進んだ。問題は過去 1 年間で、2 年金利こそ FF 金利誘導目標と整合的な上昇を果たしたが、10 年金利やインフレ期待 (BEI) は殆ど動いていないということだろう。「利上げの終点」たる中立金利に至っては低下している。この 1 年間の米金融市場で起きたことは「イールドカーブフラット化と株価急騰」であり、前者が景気後退の先行指標、後者が景気回復の先行指標と呼ばれていることを踏まえれば、金利か株のどちらかが間違っていることになる。「自分の尻尾を追いかける犬」となっている FRB の引き締めが実体経済のオーバーキルに繋がることを引き続き懸念したい。

～災難な記念日～

先週末 19 日の金融市場は一部の米政府機関が閉鎖に追い込まれる事態を受けてリスク回避ムードが強まり、リスクプレミアムの上昇を意識して米 10 年金利が 3 年半ぶりの水準まで上昇したものの、為替相場ではドルを手放す動きが先行した。与野党は 2017 年 12 月下旬、1 月 19 日を期限とするつなぎ予算を可決していたが、移民政策を巡る対立が解けない中、新たなつなぎ予算の合意に至らず 20 日の午前 0 時をもって一部政府機関の閉鎖という状況に陥った。現時点でも予算失効の状況は続いているが、国民生活にとって重要な分野 (治安、医療、国防など) の業務は続けられており、大きな混乱には至っていない。失効のタイミングが週末に重なったことも不幸中の幸いとなっている。とはいえ、今後をつなぎ予算の協議に時間を要するならばその限りではない。2013 年 10 月の政府機関閉鎖時には企業活動に実際的な影響が出た。20 日で就任 1 周年を迎えたトランプ政権にとっては災難な記念日になったと言わざるを得ないだろう。

与野党共に年内の中間選挙を前に安易な妥協はしにくい面がありそうだが、選挙前だからこそ実体経済への被弾を避けたいという思いもあろう。相場を見通す観点からは、いずれ協議はまとまりドル相場は値を戻すと考えるべきなのだろうが、パウエル新体制はノイズ混じりのデータを判断するところから正常化プロセスの継続を図ることになり、出だしから邪魔が入った格好である。

～主要経済・金融指標で振り返るトランプ 1 年～

なお、トランプ大統領就任後の 1 年を振り返ってみれば、当時期待されていた未来には少なくともなっていない。「期待されていた未来」とはトランプ政権下の拡張財政により米経済は過熱し、物価も騰勢を強める中、FRB の利上げは複数回に及び、バランスシート縮小にも至る。その結果、ドル全面高の地合いが根付き、ドル/円相場は優に 120 円を突破するといったものだろう。トランプ政権の経済政策を捉えてトランプノミクスというフレーズが持て囃されたことは記憶に新しい。

実際は、政権のスクランダルが矢継ぎ早に勃発する中で拡張財政は大して進展が見られなかった。相次ぐスキャンダルが重なった結果、トランプノミクスという言葉もついぞ聞かなくなった。だが、拡張財政の助力がなくても米経済は堅調

トランプ1年、主要な経済・金融指標

	2017年1月20日	2018年1月19日	変化
非農業部門雇用者数(百万人、※1)	145.33	147.38	2.06
失業率	4.7	4.1	-0.6
NYダウ平均株価(※2)	19827.25	26071.72	31.5
米10年金利(※3)	2.4668	2.6592	0.19
米2年金利	1.2214	2.0647	0.84
FF金利誘導目標	0.75	1.5	0.75
中立金利想定	3.00	2.75	-0.25
BEI10年	2.0366	2.0732	0.04

(資料) Bloomberg、※1:雇用者数と失業率は16年12月と17年12月の比較で前年差。

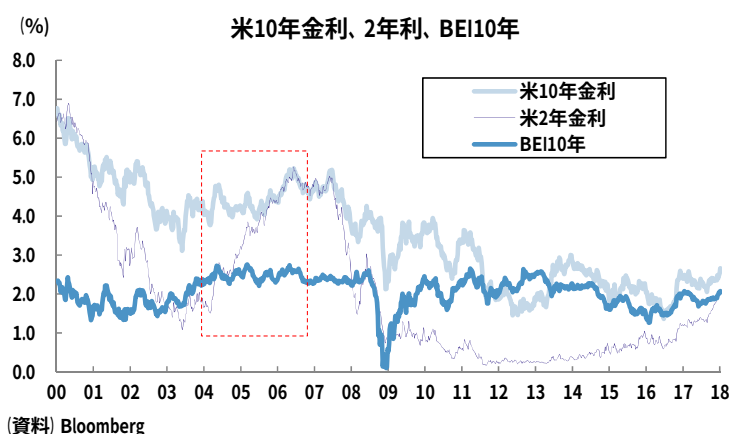
※2:NYダウ平均株価は前年比変化率、※3:金利関係は全て前年差で%ポイント。

を維持し、非農業部門雇用者数は依然前年比で 200 万人以上の増加、失業率は 0.6%ポイントも下がった。2016 年 12 月時点の FRB スタッフ見通しでは 2017 年の失業率予想の下限が 4.5%だったことを思えば、想定を遥かに凌駕する雇用改善と言える。そうした中、株価は+30%以上を超える騰勢となり、だからこそ FRB は 3 回の利上げとバランスシート縮小着手にも成功できた。金融政策の正常化だけは 1 年前の市場期待とほぼ一致した極めて稀有な事例だろう。

とはいえ、その結果として実現した相場は想定されていたものと大分異なる。この 1 年間で物価や賃金が大して上がらなかったこともあり、利上げを重ねても長期金利は全く反応せず、むしろ年初をピークに軟化した。表に示されるように、2 年金利こそ FF 金利誘導目標と整合的な上昇を果たしたが、10 年金利やインフレ期待 (BEI) は殆ど動いていない。「利上げの終点」たる中立金利に至っては低下している。つまり、この 1 年間の米金融市場で起きたことは「イールドカーブフラット化と株価急騰」であり、前者が景気後退の先行指標、後者が景気回復の先行指標と呼ばれていることを踏まえれば、金利か株のどちらかが間違っていることになる。

～「自分の尻尾を追いかける犬」となった FRB～

少なくとも債券市場は分不相応な正常化が景気減速に繋がると踏んでいるのだろう。その雰囲気は今も続いている。当初、イエレン FRB 議長は上がらない物価を「一時的」と評した局面もあったが、最終的には「ミステリー」と半ば匙を投げたかのような表現に変わっていった。現下の物価低迷が一時的ではなく恒常的である可能性が FRB 議長から示唆される中で、



自信をもって米金利が上がり、ドルが買われる展開はやはり難しい。なお、図に示されるように、年明け直後から遂に米 2 年金利が 10 年 BEI の水準に肉薄している。こうした構図は前回の利上げ局面がスタートした 2004 年 6 月前後に見られたものであり、その後、金融バブルは絶頂と言われる時期に入ってしまった。これをどう解釈するかは様々だが、2004 年のケースに倣えば、そこから数年

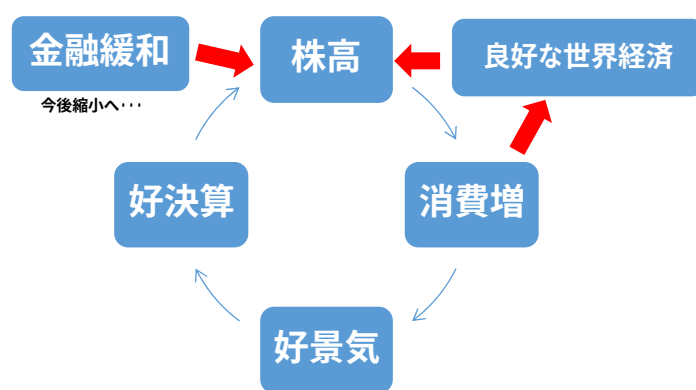
は2年金利がBEIよりも高い(そして10年金利とほぼ等しい)状況が続き、FRB利上げも株上昇も続いたので今次局面もそれを期待する向きはあるかもしれない。一方、カーブのフラット化傾向が極まっており、リスク資産価格が危険な水域まで差し掛かっていると警戒する見方もあるだろう。どちらが完全に正しいかは断言が難しいが、確実に言えることは、利上げにまつわる「インフレ予防」と大義が相当怪しいものになっているということだろう。どう見ても、インフレ期待は高まっておらず、利上げの正当性としてインフレ予防は説得力に欠ける。

ここで厄介なことは、FRBは2年物などの短期金利上昇を捉えて市場とのコミュニケーションが円滑に図れていると考えている節があることだ。まさに「自分の尻尾を追いかける犬」状態であり、実体経済に則した政策調整が行われているとは言えない。この行く末として景気のオーバーキルを懸念していることは本欄でも繰り返し述べてきた。

もちろん、株式市場の動きが本当は正しいという可能性がないわけではない。それは堅調な米経済と緩和的な金融環境が好調な企業収益を支えるというシナリオであり、現状は確かにそのようになっている。年末に可決された大型減税もそのような思惑を支えるだろう。だが、これからベースマネーが顕著に減っていく以上、「緩和的な金融環境」という前提は徐々に、しかし確実に退潮となる。

それはどう考えても株価やこれを支えとする個人消費にとって逆風である。現在の米経済ひいては世界経済は米株価と一蓮托生であることを忘れてはならない(図)。

米国および世界経済の現状イメージ



～正常化だけは期待通りだった1年～

トランプ大統領誕生に沸いた1年前、本欄において筆者は以下のようなことを述べた：

●確かに、トランプ大統領誕生は大きな出来事だが、米国の潜在成長率がジャンプアップするほどの確信を抱く必要はない。市場では「ゲームのルールが変わった」とか「世界が変わった」とかいったようなフレーズを安易に使う向きが目立つものの、簡単に世界は変わらないというのが筆者の立場である。

1年前の金利上昇が続かなかった理由はトランプ政権のスキャンダル頻発が経済政策の執行に疑義を抱かせたということだけではないと筆者は考えている。もちろんそれもあるだろうが、そもそも米経済の地力が連続的な利上げやバランスシート縮小に相応しいだけの力強さを備えていなかったということではないのか。極端な話、2004～2008年のように個人消費支出(PCE)デフレーターがコアベースでも前年比+2%を超えて安定するような地合いならば、もう少し金利上昇余地はあったかもしれない。上述した長期のインフレ期待が2年金利の実勢とほぼ互角という事実は、現状の金

¹ 2017年1月16日号『低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?』をご参照下さい。

融引き締めに関し、市場とのコミュニケーションが必ずしも噛み合っていないことの証左である。引き続き筆者は実体経済に相応しくない FRB の正常化が株価の調整を発端とする米実体経済の失速に至り、米金利もドルも下落する展開をメインシナリオと考えている。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版 (ダウンサイドリスクが広がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版 (外貨準備構成通貨の現状 (2017年9月末時点) ～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版 (円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版 (「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版 (欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版 (円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
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～テーパ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～