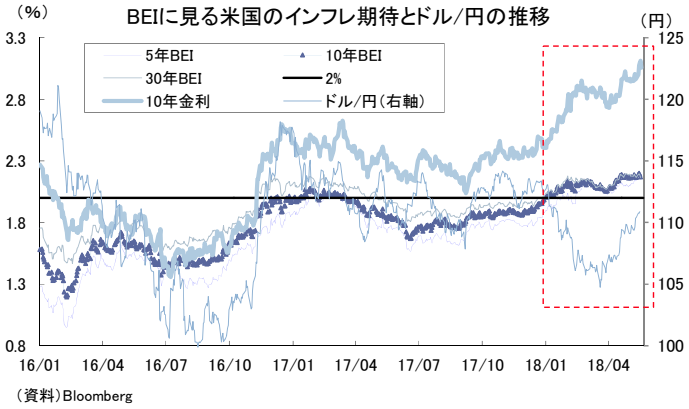
みずほマーケット・トピック（2018 年 5 月 21 日）

上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？

米長期金利が上昇する傍らでインフレ期待が頭打ちとなっている。これは来るべき物価上昇やこれと平仄の合う「利上げの終点」に対する市場の思惑が盛り上がっていないことを意味している可能性がある。現在の市場のテーマは FRB の政策運営に関して「ビハインドザカーブ」か「オーバーキル」か、どちらに賭けるか。それは言い換えれば、現下の金利上昇を「良い金利上昇」と捉えるのか「悪い金利上昇」と捉えるのかという問いかけでもある。現在、金融市場が米金利上昇に悲観的な反応を示さず VIX 指数が低位安定しているのは、過去 1 年、リスクムードを駆動することが多かった北朝鮮を巡る緊張の緩和が VIX 低下をもたらし、「悪い金利上昇」にまつわる懸念を糊塗したからではないか。2 月は「米金利上昇でリスクオフ」だったものが、4 月以降は「米金利上昇でリスクオン」に風景が様変わりしていることに注意したいところ。

～米インフレ期待は頭打ち～

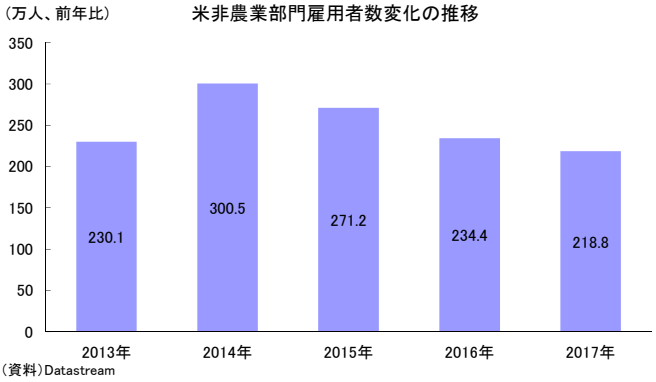
目下、金融市場の中心的テーマである米 10 年金利は引き続き 3%台で推移しており、ドル/円相場もこれに追随する地合いが続いている。しかし、名目金利が上昇する傍らでインフレ期待が頭打ちとなっている事実も見逃せない（図）。これは来るべき物価上昇やこれと平仄の合う「利上げの終点」に対する市場の思惑が盛り上がっていないことを意味しているのではないか。少なくともこうした穏当なインフレ期待の下ではイールドカーブがスティープ化することは考えにくく、債券市場が先行き不安を示唆するフラット化傾向に大きな変化が起こることはないだろう。現状のインフレ期待やイールドカーブの形状から判断する限り、金融市場は足許の米金利上昇の要因を原油価格上昇や米債増発懸念など一時的かつ悪性のものに求めているように見受けられる。雇用需給のひっ迫に応じて賃金インフレが発生し、これが企業の価格設定行動を強気化させて一般物価まで波及するという安定的かつ良性のストーリーが意識されているようには見えない。



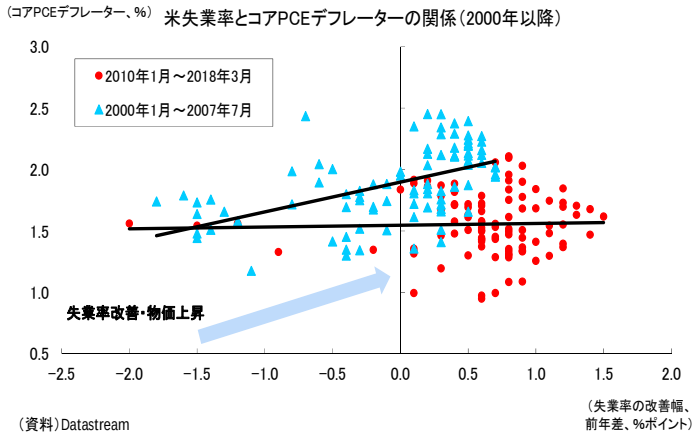
～現実的な問題に思えないビハインドザカーブ～

過去の本欄でも論じたが、現在の市場のテーマは FRB の政策運営に関して「ビハインドザカーブ」か「オーバーキル」か、どちらに賭けるかという点に尽きる。上述したように、賃金インフレが非線

形に発生することを見込み、FRB の利上げ路線が遅きに失している可能性まで見込むのであれば米 10 年金利の 3%超えは通過点だろう。結果として 3.5%や 4.0%という世界が視野に入っても不思議ではない。しかし、平均時給は堅調ではあれども加速する兆候は未だに見られない。非農業部門雇用者数変化という「量」は前月比で相応の増勢を維持しており、この持続性はタカ派・ハト派双方にとってもサプライズな状況と見受けられるが、それでも限界的な「量」の増加幅はいつかピークアウトする。既に年間で見れば、2014 年の前年比+301 万人をピークとして 2015 年は同+271 万人、2016 年は同+234 万人、2017 年は同+219 万人と水準は確実に切り下がっている(図)。

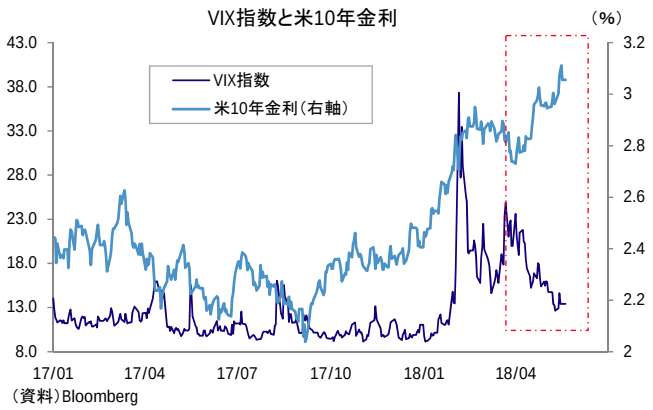


「量」が尽きる前に「質」である賃金に点火するかが注目されるわけだが、現状ではその兆候はまだ見られていない。そうした賃金情勢にもかかわらず名目金利が先走っており、これが実体経済を減速させるリスクが懸念されるのである。FRB の見通しではフラット化しているフィリップス曲線がにわかに勾配を取り戻してくる展開が見込まれているようだが、図示されるように依然として状況は大きく変わっていない。なお、前回利上げ局面(2004 年 6 月～2006 年 6 月)ではコア個人消費支出(PCE)デフレーターが安定的に前年比+2%を超えていたが、その際、平均時給は同+3.5%から+4.0%のレンジで推移していた。現状では同+2.5%から+3.0%のレンジは脱し切れておらず、かかる状況下でビハインドザカーブを現実的な問題として意識するのは適切とは言えないというのが筆者の基本認識である。



～「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」か～

「『ビハインドザカーブ』か『オーバーキル』か」という二者択一は、言い換えれば、現下の金利上昇を「良い金利上昇」と捉えるのか「悪い金利上昇」と捉えるのかという問いかけでもある。筆者は新興国市場に動揺が及び始め、インフレ期待も上がっていない現状での利上げや名目金利上昇は「良い金利上昇」とは思えず、やはりオーバーキルを懸念すべき「悪い金利上昇」ではないかと懸念している。記憶に新しいように、今年 2 月の米株急落や VIX 急騰は明らかに米金利上昇が発火点となった(図)。だが、4 月



以降は米金利上昇と VIX 下落が併存しており、ここだけ見れば「良い金利上昇」にも見える。言い換えれば、2 月は「米金利上昇でリスクオフ」だったものが、4 月以降は「米金利上昇でリスクオン」に風景が様変わりしている。こうした変化をどう解釈すべきだろうか。

筆者は以下のように考えている。この間、平均時給、PCE、消費者物価指数（CPI）、インフレ期待といった基礎的な物価関連指標は大して上振れていないし、3 月のドットチャートが昨年 12 月のそれに比べて強烈にタカ派へ傾斜したということもない。一方、同時期には原油価格上昇（2 月 1 日時点で約 64 ドル→5 月 18 日時点で約 72 ドル）や LIBOR 上昇（3 か月物に関し、2 月 1 日時点で約 1.79%→5 月 18 日時点で約 2.33%）がはっきりと確認されているので、こうした後ろ向きの材料が長期金利を押し上げた疑いが強いように思われる。それでも市場が悲観に振れず VIX 指数が低位安定しているのは、政治上は北朝鮮の核実験停止宣言や南北首脳会談があり、米朝首脳会談の日取りまで決まるというポジティブなニュースが相次いだからではないのか。過去 1 年、リスクムードを駆動することが多かった北朝鮮を巡る緊張の緩和が VIX 低下をもたらし、「悪い金利上昇」にまつわる懸念を糊塗したというのが過去 2 か月の実情に一番近いというのが筆者の考えである。

こうした状況下、筆者は金利上昇が米経済・金融情勢の勢いを削ぎ、FRB の正常化プロセスが頓挫する中で円高が進行する展開を引き続き予想している。

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に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.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
2018年5月18日	週末版（続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～）
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～）
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年3月分）
2018年4月20日	週末版（日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～）
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版（ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～）
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版（保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～）
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状（17年12月末）～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版（日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～）
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版（FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～）
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年2月分）
2018年3月16日	週末版（実質実効為替相場で見る各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～）
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版（ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～）
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版（四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～）
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨（1月30～31日開催分）～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年1月分）
2018年2月20日	2017年の対米証券投資（TICレポート）について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版（本当にブレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～）
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版（遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～）
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
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」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年12月分）
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拡がるユーロ相場～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
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年11月分）
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」～