

みずほマーケット・トピック(2018 年 12 月 19 日)

FOMC を前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー

週刊エコノミストオンラインに掲載された白川元日銀総裁のロングインタビューが秀逸な示唆を含んでいる。白川元総裁は低インフレ現象について「理論が現実には合っていない」、「より根本的な問題は、経済の持続性をおびやかす不均衡は物価に表れるという経済観」とし、今や物価よりも金融市場(資産価格)こそが経済の不調を知らせる傾向にあると指摘。この点はパウエルFRB 議長も述べており、今年発生した株価の急落が足許にハト派化に繋がった可能性はやはり窺える。また、白川元総裁は「最近は大バブルという言葉を使わないようにしている」と述べ、むしろバブルの背景にある過剰債務の存在などに目を向けるべきだと指摘。この点、11 月下旬にFRB が初公表した金融安定報告(FSR)で企業部門の債務増加が指摘されていた事実が思い起こされる。示唆に富むインタビューであり、多くの人々に一読推奨したい内容であった。

～いよいよ到来する局面転化に備え～

米金利低下とともにドル/円相場が軟調な地合いが続いており、本日のドル/円相場は米 10 年金利の 2.8%割れに伴い 112.20 円まで値を下げている。周知の通り、11 月下旬以降、突如としてFRB 正副議長の発言トーンがハト派に振れているが、未だ FOMC のような公式舞台でそれを認めるには至っていない。FOMC メンバーによる予想中央値(ドットチャート)は従前、2019 年に 3 回、2020 年 1 回であったが、これを現実的な話として受け止める向きは少数派であり、金利・為替市場の動きはドットチャートに代表される FRB からの情報発信がはっきりとハト派化してくる展開に備えているのだろう。原油価格や銅価格などが下げ足を加速させているのは、米国ひいては世界経済の減速を象徴するFRB のハト派化に備えたものなのだろう。

～もはや物価は重要な変数にならず～

過去 5 年に亘ってFRB の金融政策運営は正常化プロセスの道を歩んできたわけだが、この間、これを正当化するだけの物価の伸びが確認されてきたわけではなかった。また、今ここにきてハト派色を強めているものの、物価の伸びが鈍化してきたわけでもない。金融政策を読む上で、もはや物価が重要な変数ではなくなっていると言わざるを得ない。こうして金融政策が重要な時代の節目に差し掛かっていると思われる今、一昨日に週刊エコノミストオンラインに掲載された白川元日銀総裁のロングインタビュー¹が秀逸な示唆を含んでいるのでここで紹介したい。インタビューの中で白川元総裁は以下のように述べている。長いが重要な論点と思われるため、引用したい：

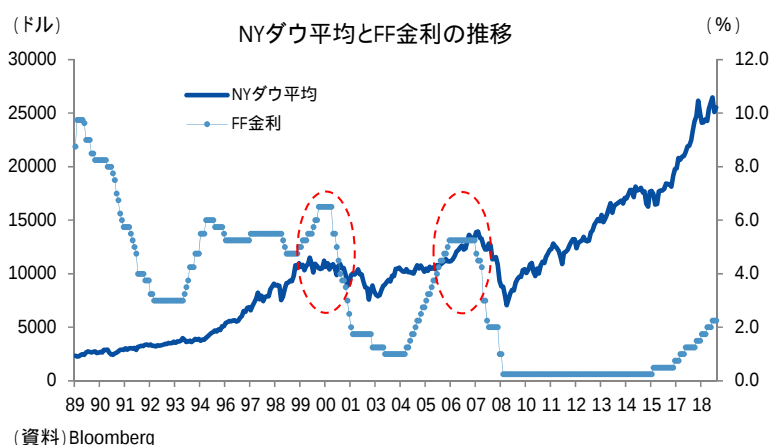
- 各国中央銀行が目標インフレ率を掲げて過去 10 年、20 年とこれだけ中央銀行通貨を供給し

¹ 週刊エコノミストオンライン、2018 年 12 月 17 日配信、『白川前日銀総裁ロングインタビュー「中央銀行は、長い目で見て経済のインフラを作る“黒衣”」』をご参照下さい。

ているにもかかわらず、低インフレが続いている現象をどう解釈すべきだろうか。理論が現実に合わせていないと考えるのが自然ではないか。

- より根本的な問題は、経済の持続性をおびやかす不均衡は物価に表れるという経済観だ。主流派の政策思想の基には、80年代以降のインフレ抑制の努力が物価安定をもたらし、それがマクロ経済の安定をもたらしたという成功体験がある。
- その結果として、インフレーション・ターゲティング（インフレ目標政策）の考えが生まれた。物価安定を実現するために、中央銀行に独立性を与えるとともに、アカウンタビリティ（説明責任）を求める仕組みだ。経済の不均衡がすべて物価に表れるなら、実に便利な枠組みであり、ある時期まではうまく機能した。
- 日本のバブルは低インフレの下で生じた。最近、パウエル FRB 議長が「過去 2 回の景気後退に至る過程では、経済の不安定につながる過剰はインフレではなく、主に金融市場に表れた」と述べているが、まさにその通りだ。

2013 年 4 月以降、2%の物価目標に拘泥する黒田体制への意趣返しと受け止める向きもあるかもしれないが、恐らくそうではないだろう。既に述べたように、経済の変調はもはや必ずしも物価に表れるわけではなくなった。経済の変調が表れる時は金融市場、とりわけ株価に象徴される資産価格の急変動からシグナルが発せられることが多い。過去の本欄でも紹介したように、米国において「株価のピーク」が「利上



(資料) Bloomberg

げの終点」であったことは(図)、結局、金融市場(株価)の変調を実体経済の変調と捉え、政策姿勢を修正したこと証左だろう。11月下旬以降、パウエル議長の態度が変わり始めたのは2月、10月、11月と株価が明確に金利上昇を嫌気し始めたからと考えるのが自然である(2月から10月までの間に、個人消費支出デフレーターはむしろ加速しているのだから)。

～バブルの「裏側」にある事実が大事～

なお、白川元総裁は以下のようにも述べている。これも膝を打つ指摘であるため紹介する：

- 私自身は最近バブルという言葉あまり使わないようにしている。バブルという言葉は、地価や株価の上昇を想起させるが、この言葉を使うと、根源的な問題が債務の積み上がりであることが忘れられやすいからだ。それに、バブルという言葉には人々が熱狂するという要素があるが、熱狂がなくても他に選択肢がないと、債務の過剰やハイリスク商品への投資増加は起こり、金融の不均衡が蓄積する。
- 金融的不均衡とは、経済が持続的に成長する経路を大きく踏み外すことにつながる金融面の現象だが、それがどう現実表れるかは、毎回違う。古典的な不動産バブルに表れるとは限ら

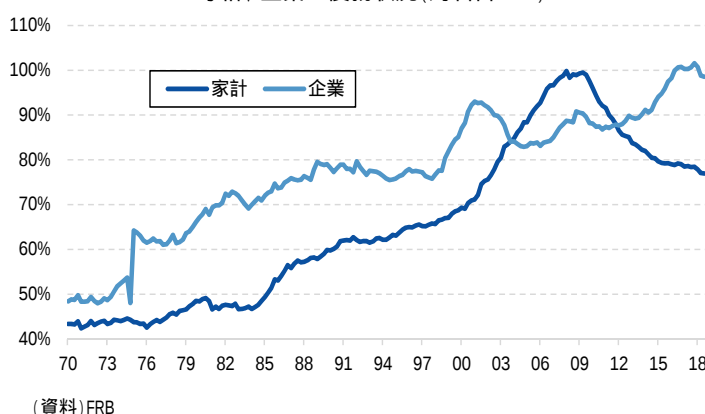
ない。ある時は持続不可能な財政運営かもしれないし、低金利による運用難に直面した金融機関かもしれない。新興国で言えば対外外貨建て債務の増加かもしれない。

これも現状に当て嵌めると示唆に富む指摘である。資産価格が持続不可能な水準にまで騰勢を強める場合、殆どの市場参加者の注目は「いくらまで上がったか(もしくはまだ上がりそうか)」という論点に集まりがちである。だが、本当に重要なことはその裏側にある原資の存在だろう。例えば、白川元総裁が指摘するように、原資としては低金利環境ゆえの過剰債務の存在があることが珍しくない。また、低金利環境で運用難だからこそハイリスク投資への傾倒が流行し、結果としてバブルの生成と破裂を経験するケースもある。今年に入ってから新興国市場を中心として混乱が大きくなり、その不安が根絶されていないのは過去 10 年で「低金利のドル」が調達可能となり、GDP 対比で見ても債務を膨らませ過ぎている新興国の存在があるからであろう。そうした「低金利のドル」が調達可能で運用難であったからこそ、アルゼンチンが 100 年国債を発行するという俄かには信じがたいことが起きたのである。2018 年の新興

国に見られたことは、その反動である。この点は国際決済銀行(BIS)が四半期報告の中でも指摘している点であり、本欄²でも繰り返し議論した。ちなみに、FRB は 11 月 28 日に同行としては初の金融安定報告(FSR)を公表したが、ここでは企業部門の債務が歴史的な水準に及んでおり、しかもその中身が劣化しているとの指摘³を行っている。実際、金

融危機後にデレバレッジを進めてきた家計部門に対し、企業部門はレバレッジを高めてきた経緯がある(図)。このあたりが FRB の心境変化に小さくない影響を与えている可能性は考えられる。

家計、企業の債務状況(対名目GDP)



～経済・金融予測の基本～

以上の議論をまとめると、今日の金融政策を読む上では「物価ではなく資産価格の動きが重要」であり、「資産価格の動きの背景にある原因」に真摯に目を向けることが大事ということになるだろうか。バブルという言葉を用いてしまうと「現状はバブルなのか否か」という正解を確認しようがない二元論に陥りがちだが、本当に重要なことは資産価格の騰勢に寄与する過剰債務であり、過剰債務を可能にする低金利であったりする。その債務を背負う主体が家計、企業、政府、海外(新興国)かで危機の種類も異なるということだろう。現状であれば、企業や海外における過剰債務の問題は注目したいところだろう。今週の金融市場ではもっぱらFOMCの趨勢(とりわけ来年の利上げ回数)に関心が集中するが、必ずしもそればかりでは良くないという指摘もインタビューでは見られている:

● ブラインダー元 FRB 副議長が言うように、中央銀行員も人の子だから、意識しないと、金融政

² 本欄 2018 年 9 月 12 日号『続・リーマン 10 年で注目される次のショックの「芽」』をご参照下さい。

³ 例えば社債発行において投資適格級ぎりぎりとなる格付け(BBB など)での発行が増えており、有事の際に一斉格下げを経てジャンク級に陥り、投売りされる社債が急増する可能性などが指摘されている。

策に対するマーケットの反応を通信簿のように受け取ることになりかねない。そうした傾向に染まると、中央銀行は政府・政治からは独立しても、マーケットの短期的な動きに引きずられ、独立性で意図したことが実現しなくなってしまう。

短期的な金利や為替の動きを議論する上では、マーケットから受け取る「通信簿」も当然重要であるし、「通信簿」の成績が悪い状況が続けば、恐らくは公正な政策運営にも支障をきたすだろう。しかし、経済・金融予測の基本はあくまで、何が原因でどこにどういった不均衡が蓄積しているのかを考えることにあるということを思い起こさせてくれるインタビュー内容であった。とりわけ日本では金融政策となると直情的な意見が横行しやすくなるきらいがある。そのような状況に一石を投じるといふ意味でも、是非、多くの人々に一読を推奨したい内容であった。

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.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12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半年期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半年期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「クレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～