

みずほマーケット・トピック(2018年12月25日)

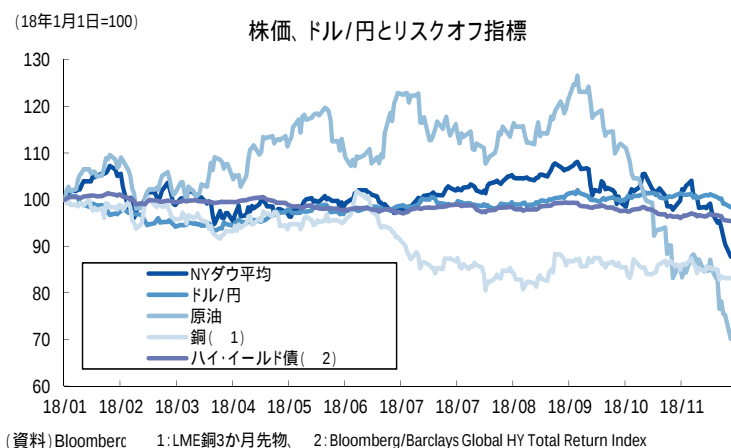
FRB 議長解任騒動について～正真正銘のリスクオフを前に～

米国発の市場混乱が極まっている。過去 1 週間を振り返ると、マティス米国防長官がトランプ米大統領との確執から辞任することが発表され、一部の政府機関はつなぎ予算が可決できなかったことから閉鎖、そしてパウエル FRB 議長解任騒動に加え、ムニューシン米財務長官の不味い対応から米系金融機関への流動性懸念まで浮上している。この間の NY ダウ平均株価の下落幅は 1600 ドル以上。「リーマン級」という形容も行き過ぎではない。現状の相場の荒れは今年経験したどの局面(2 月や 10 月)よりも深刻であり、株価だけではなく原油、銅、ハイイールド債などの価格も明確に崩れている。これは正真正銘のリスクオフであり、円が買われるべき典型的な地合い。FRB 議長解任騒動は経緯を見守る段階にあるが、元より債券市場はトランプ大統領の FRB 批判を黙認してきた風潮がある。口先介入に応じて金利が下がるということは多くの市場参加者は FRB の口にするインフレ予防という大義を信じていなかったということだろう。方法はさておき、行動をもってトランプ大統領は自身の主張の正しさを実証したとも言える。

～正真正銘のリスクオフ～

米国発の市場混乱が極まっている。過去 1 週間を振り返ると、マティス米国防長官がトランプ米大統領との確執から辞任することが発表され、一部の政府機関は議会の「ねじれ」からつなぎ予算を可決できずに閉鎖、そしてパウエル FRB 議長解任騒動に加え、ムニューシン米財務長官の不味い対応から米系金融機関への流動性懸念まで浮上しており、NY ダウ平均株価はこの間に 1600 ドル以上も下げている。この下げ幅はリーマンショック後では最大である。米国の政治・経済にとっては文字通り、満身創痍の年越しとなりそうであり、ムードが変わる手掛かりはつかめていない。

こうした中、ドル/円相場も一時 110.27 円まで値を下げている。過去の本欄¹では「リスクオフの円買いがなくなったわけではない。そうならないのはリスクオフになっていないから」との趣旨を強調してきた。現状の相場の荒れは今年経験したどの局面(2 月や 10 月)よりも深刻であり、株価だけではなく原油、銅、ハイイールド債などの価格も明確に崩れている(図)。これは正真正銘のリスクオフであり、円やスイスフランが買われるべき地合いと言える(実際にそうになっている)。



¹ 本欄 2018 年 11 月 27 日号『続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由』をご参照下さい。

～単に FRB が「憎かった」だけ？～

このように現時点で言及しなければならないトピックは多いが、やはり市場参加者が最も気にかけるべきはパウエル議長解任報道の行方であろう。先週 21 日のブルームバーグは、政権関係者の話として「トランプ米大統領がパウエル FRB 議長の解任を議論している」との事実を報じた。今年 7 月以降、トランプ大統領の FRB に対する口先介入は断続的に行われているが、市場では「数あるトランプ節の一つ」くらいにしか扱われてこなかった。だが、10 月以降の株価の動揺を見て、いよいよ堪忍袋の緒が切れたということなのだろうか。このままいけば NY ダウ平均株価は 3 年ぶりに前年比下落で越年することになる。それはトランプ大統領にとって初めての経験ということにもなる。

株高を政権の通信簿であるかのように振る舞ってきたトランプ大統領の立場を踏まえれば、今回の騒動はそれほど不思議ではないとも言えるが、やはり意外感の小さくない。というのも、これまでトランプ大統領は利上げを批判しながらも FRB の独立性を尊重するような発言を心掛けていた。恐らくその真意は「独立した FRB が判断した利上げにより景気が減速した」というロジックを担保するためであり、自身の保護主義へ批判が及ぶことへの保険なのだろうとも思われた。言い換えれば、遠くない将来に訪れるだろう景気減速に関し、「FRB をスケープゴートにしたい」という思惑があったのではないかと思われた。しかし、本当に議長を解任したいというのであれば、そのような深謀遠慮はなく、ただ単に「憎い」ということだったようにも思えてくる。真相は本人しか分からないが、政府と中央銀行の対立が近年、例を見ないほどに深まっていることは間違いない。

～大統領による議長解任は一応可能である模様～

現時点の報道によれば、現段階では側近が「解任すれば惨状を招く」と諫めているものの、これにトランプ大統領が応じる姿勢を見せているのかどうかは定かではない。とりあえず第一報の翌日となる 22 日、ムニューシン米財務長官は解任の検討を否定したとするトランプ大統領の発言をツイートしており、具体的にはトランプ大統領が「私はパウエル議長の解任を示唆したことはないし、そのような権限をもっているとは思わない」と述べたとしている。

とはいえ、振り返れば 18 日の利上げ前日、トランプ大統領は「いまだに利上げを検討していることが信じられない」と述べていたのに対し、パウエル議長は会見で「金融政策決定で政治的な考慮が働く余地はない」と一蹴した。政権内で対立した人間は漏れなく葬ってきたトランプ大統領のこれまでを振り返れば、解任に意欲を見せるのは自然な成り行きにも思える。問題は、独立性が重んじられる中央銀行総裁に対し、そのようなことが可能なかという点だが、連邦準備法 10 条 (Federal Reserve Act: Section 10. Board of Governors of the Federal Reserve System) には「each member shall hold office for a term of fourteen years from the expiration of the term of his predecessor, unless sooner removed for cause by the President.」との条文がある。これを読む限り、大統領による議長解任は可能であり、しかもその理由に規定はない(「正当な理由 (cause)」があれば良い)。

～金融市場もトランプ大統領の主張を追認～

なお、この「トランプ大統領 vs. FRB」の二項対立から汲み取るべき本質的な論点は「大統領にそのような権限があるのか否か」ではない。この騒動に絡んで指摘すべきは、金融市場がトランプ大統領の FRB 批判を黙認している風潮があるということである。トランプ大統領が FRB の利上げ路線

を批判した際、債券市場の反応は往々にして「利上げ路線の停止→金利低下」であり、為替市場では円の買戻しを後押しする流れとなることが多い。だが、仮に新興国でこれほど露骨に中央銀行への政治介入が行われれば、その国の国債や通貨は売られるはずだ。そうならないどころか真逆の動きが出ているということは、「トランプ大統領の政治的意思に沿って緩和が継続されたとしても、インフレが制御不能になることはない」と考える市場参加者が多数ということではないのか。

言い換えれば、「FRB が利上げの大義としてきたインフレ予防など誰も信じていない」ということでもある。これまで利上げに伴って米金利が上昇してきた理由はインフレ予防という FRB の主張に金融市場が賛同を示していたからではない。理由はもっと単純であり「FRB がそう言うから付き合っただけ」というのが実情に近いと思われる。FRB は市場への織り込みが十分進んでいるとの判断から気分よく利上げを進めてきたが、それは「鏡写った自分」を追いかけているだけであり、かつてのブラインダー元議長の言葉を借りれば「自分の尻尾を追う犬」状態に陥っていたのだろう。トランプ大統領の FRB 批判に話を戻せば、トランプ大統領は行動をもって自身の主張の正しさを実証したようにも思える(もっともそれが大統領として相応しい行動なのかという問題は脇に置くが・・・)。

～解任時の相場の反応:利上げの効果は今さら掻き消せない～

万が一、本当に解任となった場合の相場反応をどう考えるべきか。観念的には「中央銀行の独立性毀損をどう捉えるか」という大きな話になるが、現実的には「低金利志向の強いハト派議長の誕生」以外にあり得ないため、金利低下・ドル安・円高のイベントと処理される公算が大きいだろう。そもそも「デイスインフレ下の経済情勢で中央銀行に独立性が必要なのか」という問題意識は米国に限らず、日米欧三極の中央銀行が共通して直面しているものであり、もちろんルールはルールとして明文を修正する必要があるにせよ、それほど大きな問題ではないと評する論者もいるだろう。

相場反応に話を戻せば、「FRB の強制的なハト派化→株価の復調」という展開から、ドル/円相場の底割れが防がれるという可能性は確かにある。だが、累次にわたって行われた利上げの効果は今さら掻き消しようもなく、本件の行方にかかわらずドル/円相場の下値リスクは大きいというのが筆者の基本認識だ。また、「FRB の強制的なハト派化→株価の復調」という展開は文字通り、トランプ・プットを当て込んだ値動きであり、永続性を期待するにはあまりにもモラルがなさ過ぎるロジックだろう。今回の一件は大きなノイズには違いないが、結局は利上げの真価が発揮されることで米国内・外の経済が減速に至るという本欄の 2019 年に対する基本認識は揺るがないものである。

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.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21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
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 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
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、世界経済の動所～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～金利に追随する株値～
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動所～)
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「振り返り」を浴びるまで分からないのか？
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ー～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	ソフトデーター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(「グ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～)