

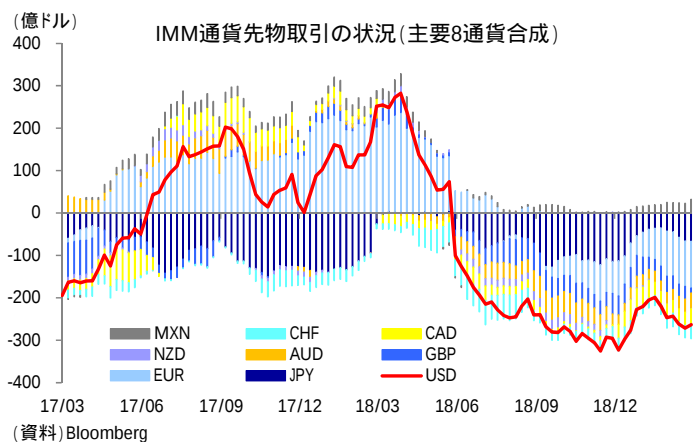
みずほマーケット・トピック(2019 年 3 月 25 日)

「自分の尾を追う犬」となった FRB と景気後退の考え方

22 日、米 10 年金利が一時 2.41% まで低下し遂に 3 か月物金利を下回った。当該金利については、2007 年 8 月以来、11 年半ぶりの逆イールド化。これを「不況のシグナル」として信頼する市場参加者は多く、にわかにリスクオフムードが支配的となっている。年初来、リスク許容度の改善を追い風に投機的な円売りが積み上がってきたドル/円相場でも巻き戻しが加速しており、断続的に 110 円を割り込んでいる。「世界経済が悪いから FRB がハト派化した」という本来あるべき解釈よりも、「FRB がハト派化するほど世界経済が悪い」という事実により市場参加者が恐れおののき、各種資産市場が調整を迫られているのが現状に見受けられる。まさに「自分の尾を追う犬」と述べたブラインダー元 FRB 副議長が揶揄した状況。逆イールド化を景気後退のサインとして過信するのも危険だが、重視すべき動きであることには違いない。米国の消費者心理がピークアウトしている以上、景気後退は懸念する筋合いのあるテーマ。過去を振り返っても、景気後退は事後的にしか分からないことが多く、常に分かりやすいトリガーがあるわけではない。

～「自分の尾を追う犬」となった FRB～

22 日の金融市場では米 10 年金利が一時 2.41% まで低下し遂に 3 か月物金利を下回った。10 年金利と 3 か月物金利が逆転するのは実に 2007 年 8 月以来、11 年半ぶりの出来事である。これを「不況のシグナル」として信頼する市場参加者は多く、にわかにリスクオフムードが支配的となっている。年初来、リスク許容度の改善を追い風に投機的な円売りが積み上がってきたドル/円相場でも巻き戻しが加速し



(図)、本日東京時間午前には一時 109.72 円まで値を下げている。皮肉なことだが「世界経済が悪いから FRB がハト派化した」という本来あるべき解釈よりも、「FRB がハト派化するほど世界経済が悪い」という事実により市場参加者が恐れおののき、各種資産市場が調整を迫られているのが現状に見受けられる。まさに「自分の尾を追う犬」と述べたブラインダー元 FRB 副議長が揶揄した状況である。もちろん、22 日の金融市場の動揺には欧米において PMI が大崩れしたことやトランプ米大統領が北朝鮮に強硬姿勢を示したことなども寄与しているが、そもそも FRB が強気で構えていたらここまでの状況に至ったのどうかは怪しいものがある。

過去の本欄でも指摘した点だが、FRB が近年利上げの根拠として挙げてきたインフレ懸念が真実ならば、1 月 FOMC を境とするハト派路線への急旋回は本来、米金利の上昇を招くはずである。

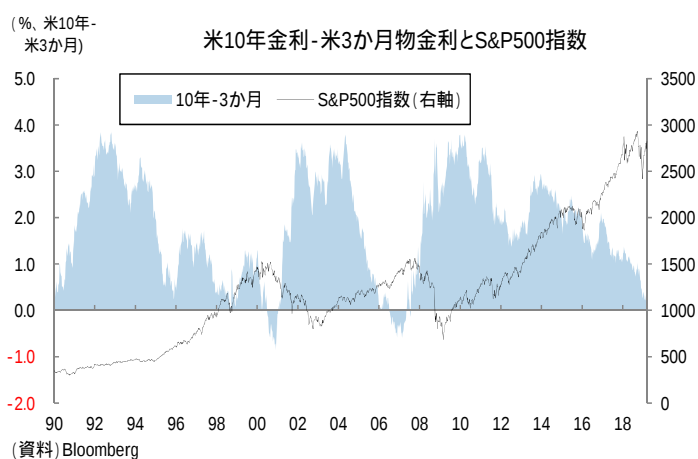
そうではなく、ハト派への急旋回と同時に米金利が大幅に低下、果ては逆イールドまで引き起こしている。結局、インフレ懸念など元々存在せず、FRB は糊代作りの利上げに終始し、金融市場もこれに付き合っただけというのが実態だったのだろう。FRB は「鏡に映った自分」を見ながら市場の信認が確保されていると誤認し、景気のオーバーキルを進めてきたというのが筆者の考えである。

～正常化局面の終わり～

いずれにせよ3月FOMCを経てFRBは「金利」および「量」の両面において(つまりは全面的に)正常化プロセスの停止を宣言したと考えられる。2020年の利上げ回数として1回が想定されているとはいえ、ここもとの経済・金融情勢を見る限り、たった1回程度の利上げに固執するコストは小さくないと思われる。12月からの3か月間でかなり性急な方向転換を図った以上、経済・物価見通しははっきりと跳ねてくるような事態にならなければタカ派方向の情報発信は難しいだろう。国際機関や中央銀行などの見通しを見る限り、少なくとも今後1年にわたってそのようなタイミングは予想されるものではない。2013年5月22日にバーナンキ元FRB議長が議会証言において量的緩和の段階的縮小(テーパリング)を唱えて以来、6年弱続いてきた正常化局面がようやく終焉を迎えたという基本認識で問題ないだろう。過去6年弱、為替市場を含めた多くの資産市場では「米金利は上がる(よってドルも堅調)」ということが取引の大前提にあった。しかし、そうした大前提は変わったと見るべきであろう。まずは過去6年弱続いてきた「FRB 正常化相場の巻き戻し」が始まるという事実を念頭に、施策を巡らせたいところである。

～景気後退は事後的にしか分からない～

冒頭述べたように、22日の相場混乱は3か月物と10年物の金利が逆転したことがトリガーとなった。過去を振り返れば、逆転後1～2年以内に景気後退と共にさらにまとまった幅の株価の修正などが到来するという事象が見られてきた。FRBのハト派傾斜と共に株価が堅調になること事態は論理的と言えは論理的ではある。この点、「今回も同様だ」と考え当面の相場堅調に賭けるべきか、それとも「いずれ株価の調整は必至なのだから今動くべき」と考えるべきかは議論が分かれるところだろう。

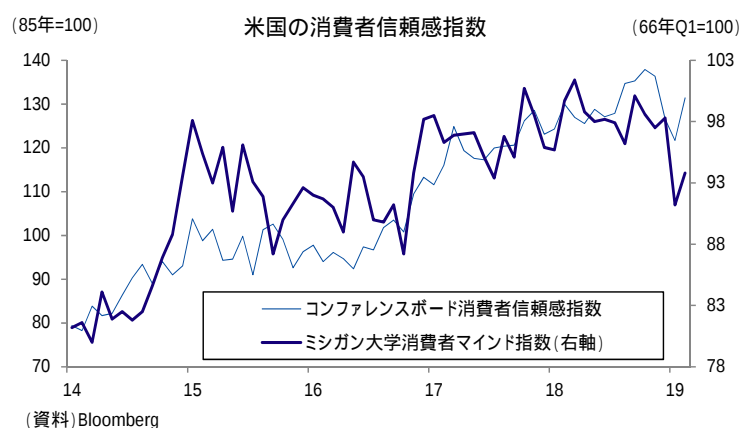


筆者はどちらか言えば後者寄りの見方をしている。逆イールド化を景気後退のサインとして過信するのも危険だが、重視すべき動きであることには違いない。では、景気後退のトリガー何になるのか。前回(2007年8月)のパリバシヨックという比較的分かりやすいトリガーがあったが、いつもそうとは限らない。また、そもそも2007年8月以降の展開は「普通の景気後退」とは言えないため、景気循環の実を検討する上では例外にすべきだろう。得てして景気後退は事後的にしか分からないことが多い。この点、3月15日付けのニューヨークタイムズ紙は『忍び寄る景気後退を知ることはできない(You Never Know When a Recession Will Sneak Up on You)』と題し、景気後退を初期段階

で見抜くことは難しく、過去数十年の米国経済の歴史を紐解けば、「不況は巨大で予見できるイベントだけからやってくるわけではない(recessions don't come only from large, foreseeable events)」との事実を指摘している。これは言い得ている。例えば、IT バブル崩壊後の 2001 年には不況が到来したが、「インターネットは経済の 2%しか占めていないから問題ではない」と言われていた。サブプライムショックが起きた時も「これは金融セクターの問題であって、実体経済への波及は限定的」という評価が少なくなかった。現在に目を転じれば「米国経済における輸出の割合はたった 12%であり、中国では 10%未満なのだから大した問題にはならない」とか、「政府機関閉鎖は年率 0.1%程度の GDP 押し下げにとどまる」といった議論と似ている。

～消費者心理の悪化はトリガーになりやすい～

注目したいのは記事中で指摘されている「実際、過去 40 年に起きた不況の全てが消費者心理の悪化などといった不安のシグナルと符合して起きていた。消費者心理の悪化が不況に至らないこともあったが、全ての不況が消費者心理の悪化と共に始まっているのである」との事実だ。何らかのショックを受け消費者心理が際立って悪化している状況こそが景気後退のサインとして本当に懸



念されるという歴史的事実がある。これは当然の話であろう。GDP の大宗を占める消費者心理が悪化すれば、企業の設備投資も手控ええられる。民需の 2 本柱である個人消費と設備投資が停滞すれば、当然実体経済の停滞が始まる。景気後退はきっかけが何であれ、一旦始まればその起源(origin)を超えて拡大するものである。この点、例えばコンファレンスボード消費者信頼感指数に目をやれば、昨年 11 月以降、3 か月連続でまとまった幅の調整を見せた後、2 月こそ戻しているがこのまま復調するのか予断を許さない。少なくとも 1 月分が 121.7 と 2017 年 9 月以来の低水準まで落ち込んだことは、今後の消費・投資活動に負の影響を及ぼす懸念を抱いて然るべきだろう。なお、昨秋を境として悪化しているという意味ではミシガン大学消費者マインド指数も同様である(図)。

世界経済の現状を客観的に見た場合、中国と欧州という大きなマーケットが明確に下方傾向にある。新興国は昨年対比で落ち着いているが、これは FRB のハト派化に応じて資本市場が落ち着いているからということに起因する。過去の本欄でも見たように、少なくとも新興国全体において過去 10 年でレバレッジが積み上がってきた経緯を踏まえると、当面はこの調整(デレバレッジ)の局面を迎えるのが自然であり、借金をして消費・投資が加速するような展開は期待できそうにない。全米経済研究所(NBER)の基準では米国は 2001 年 4 月に景気後退に入っているが、2001 年 6 月時点でエコノミストのうち 7%(ブルーチップ月次調査)しか景気後退を認識していなかったという。また、2001 年 4 月に不況が始まる数か月前の時点では、「翌年に景気が後退する」と予想していたエコノミストも 16%しかいなかったという。しかし、現在は WSJ によれば「12 か月以内に景気が後退す

る」と予想するエコノミストは 25%にのぼるとの調査¹もある。景気後退への不安は明らかに募っており、かかる状況下で米金利が再浮揚するような展開はやはり想定すべくもないだろう。引き続きドル/円相場に期待すべき方向感は大ダウンサイドであり、問題はその「深さ」をどこまで想定するかである。以前の本欄でも詳しく議論したように、この点については過去 20 年弱における直接投資の積み上がりが見えなくなるほどの水準に至っていることを踏まえれば、現時点から 1 年程度の間は 90 円台前半までを展望する必要はない。だが、95～100 円程度ならば元より購買力平価からして適切と言われたレンジであり、今から 10 円程度の値幅で実現する水準である。『中期為替相場見通し』で想定している 98 円という下値はそれほど大胆なものではないという筆者の見解は不変である。

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。

¹ 「WSJ Survey: Economists Cut Forecasts for Jobs and Economic Growth in Early 2019」

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
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「パブルは崩れてからがパブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
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～金利に追隨する株価～
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の挙動～
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	ベシ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～