

みずほマーケット・トピック(2019 年 6 月 5 日)

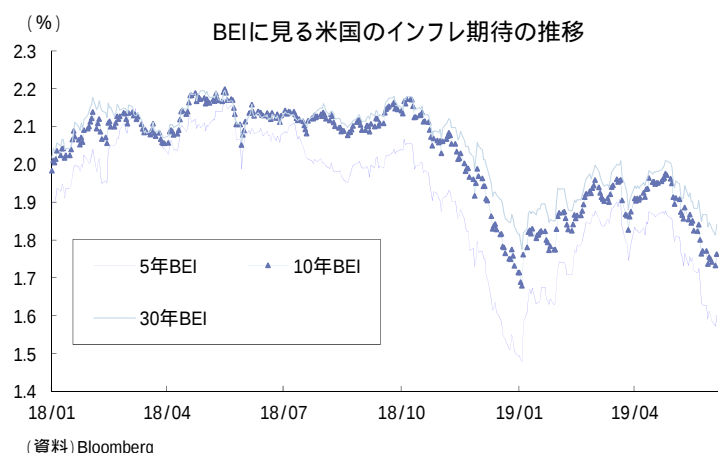
虚しい「フォワードルッキングな政策運営」

FRB の正副議長を筆頭に利下げ示唆が相次いでいる。昨年は「4 回利上げ」だった政策姿勢が、年初たった 3 回の会合を経て利下げの可能性に傾斜し、債券市場では「年 2 回利下げ」観測にまで至っている状況を見るにつけ、やはり FRB には失策があったのではないかと感じる。糊代論に基づく利上げに固執した結果、実体経済がオーバーキルに至ったという疑いはないだろうか。そもそも利上げは来るべきインフレを予防することを目的としたフォワードルッキングな決断だったはずだが、2018 年を通じて市場ベースのインフレ期待が上向き、警戒感を抱かせるような局面になったことは一度もない。結局、眼前の経済・金融指標の悪化を受けて政策方針を急旋回させるのであれば、フォワードルッキングな政策運営はお題目であり、虚しさを覚える。糊代論に正当性がないとは言わないが、それは実体経済のファンダメンタルズ分析とは基本的に関係がない。今年に入ってから慌てて「2%は対称的なターゲット」を強弁するくらいならば、昨秋から利上げ打ち止めを示唆すべきだったように思える。

～虚しい「フォワードルッキングな政策運営」～

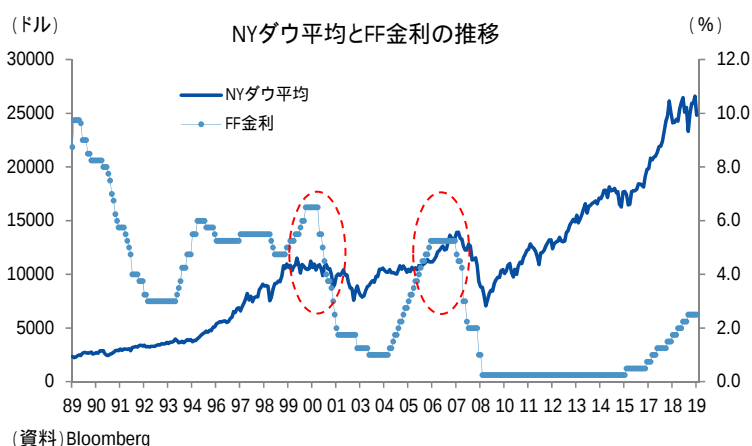
昨日は米株式市場を中心に市場心理の改善が進み、米金利の低下にも一端の歯止めがかかっている。パウエル FRB 議長が講演において通商問題が及ぼす世界ひいては米国経済への影響について「適切に行動する」と述べたことが利下げ示唆と解釈され、これを好感した NY ダウ平均株価は前日比+512.40 ドルと急騰している。注目された発言を煎じ詰めると「トランプ政権の保護主義政策のせいで事態が悪化しているので利下げも辞さない」という旨に読める。もちろん、保護主義政策が民間部門の心理を毀損し、これが消費・投資の減速という形で実体経済に表れていることは間違いない。それは ISM 景気指数や各種 PMI の動きがはっきりと示しているものだ。

しかし、昨年は「4 回利上げ」だった政策姿勢が、年初たった 3 回の会合(1 月、3 月、4 月)を経て利下げの可能性に傾斜し、債券市場では「年 2 回利下げ」観測にまで至っている状況を見るにつけ、やはり FRB にも失策があったのではないかと思わざるを得ない。今や正副議長を筆頭に FRB 高官が利下げ可能性を示唆している状況に対し「舌の根も乾かぬうちに・・・」との印象を抱く向きもあるだろう。真っ当に考えると、糊代論に



基づく利上げに固執した結果、オーバーキルに至ったという疑いはないだろうか。そもそも利上げ

は来るべきインフレを予防することを目的としたフォワードルッキングな決断だったはずだが、2018 年を通じて市場ベースのインフレ期待が上向き、警戒感を抱かせるような局面になったことは一度もない(前頁図)。昨年 10 月以降に限っていえば、インフレ期待は明確に腰折れしているが、12 月に年 4 回目の利上げを敢行している。インフレ基調の実績でもあるコア個人消費支出(PCE)デフレーターも昨年 6 月にピークアウトして



おり、賃金の騰勢も穏当な状況が今に至るまで続いている。視認できるインフレ懸念が特にあったわけではないだろう。過去、FRB が利下げに転じたタイミングは得てして株価がピークアウトしたタイミングと一致しており(図)、インフレ予防を叫びつつ、「金融市場が荒れ始めてから動いてきた」というのが実情に近いように思える。結局、眼前の経済・金融指標の悪化を受けて政策方針を急旋回させるのであれば、フォワードルッキングな政策運営はお題目であり、虚しさを覚える。

今起きていることの結果だけを見れば、昨年央から利上げに苦情を申し立て利下げの必要性を指摘していたトランプ米大統領の主張が正しかったようにすら見えてしまう。過去 1 か月におけるFRB の変わり身の性急さは政治的圧力に屈したとの思惑も呼び、遅きに失した感が否めない。

～糊代論の代償～

もちろん、「将来の利下げ余地を作るための利上げ」という糊代論に正当性がないとは言わない。手持ちのカードがなくなった状態で景気後退に追い込まれると(日本のように)無理筋な政策運営に追い込まれる恐れが強く、中央銀行として避けたい事態であることは理解できる。だが、日本が経験している「デフレの粘着性」を本当に懸念するならば、景気の息の根を止めかねない糊代論は危険な思想でもある。糊代論はあくまで中銀の都合を尊重する面が大きく、「利上げの回数」を当てることには役立つロジックでも、実体経済のファンダメンタルズ分析とは基本的に関係がない。FRB は2015 年 12 月以降の利上げプロセスを経て計 9 回の利上げを敢行した。将来の利下げ余地という意味では、25bps ずつとした場合、9 枚のカードを手に入れたとも言える。これを毎四半期 1 回ずつ利下げすると 2 年で概ね使い切る。この「2 年分の利下げ余地」を入手するために実体経済をオーバーキルのリスクの晒し、政治との距離も相当広がったということの得失をどう考えるか、である。もちろん、「カードが無いよりはマシ」という考え方はあるが、このまま物価が失速して+2%に戻らないというリスクも無いわけではない(日本を例に取ればまだ戻っていない)。

今年になってからFRB の政策運営を巡っては「2%は対称的なターゲット(a symmetric target)」という言葉が頻繁に用いられるようになり、「だから2%を明確に突破するまでは緩和を続けても良い」というロジックが頻出した。インフレ率 2.5%も 1.5%も 0.5%ポイント乖離しているという意味では同じリスクなので、カードが少ない今は上方への乖離を意図的に促すべきという発想である。こうしたロジックは、常々利上げに反対してきたカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁などは 2 年前から展開してお

り¹、オーバーキルしてしまった時の手持ちカードの少なさとデフレの粘着性などに鑑みれば「早過ぎる利上げより、遅過ぎる利上げの方がリスクマネジメント上、ましである」と主張してきた。2019年に入ってからFRBの政策運営のドタバタ感を見る限り、少なくともインフレ期待が明確に失速し始めた昨秋くらいからは利上げの打ち止めを示唆すべき状況にあったのではないかと。もちろん、それで貿易戦争にまつわる世界および米国の失速が避けられたという保証はないが、少なくともトランプ政権との間にノイズを発生させるようなことは無かったように思える。

今後のFRBは糊代論の代償を見極め、払う局面に入る。具体的には声明文に現在記載される「世界経済と金融情勢、および抑制されたインフレ圧力を踏まえ、どのような政策金利の調整が将来的に適切なのかを判断するにあたっては、辛抱強くなれる」との文言は、早ければ年内に利下げを滲ませるハト派色の強い内容に修正されてくるのではないかと。そのタイミングで金利、為替ともに大きな反応を期待することになるだろう。その際には米10年金利の2%割れ定着やドル/円相場の105円台という声が勢いづいているはずである。

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 本欄 17 年 6 月 21 日号『カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～』をご参照下さい。

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
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
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
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/円相場は新常態にあるのか？
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	「バブルは崩れてからがバブル」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