

みずほマーケット・トピック(2019 年 6 月 12 日)

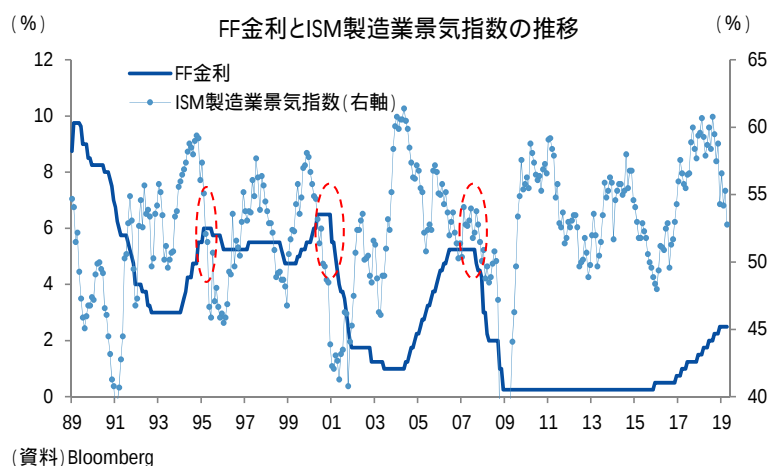
FRB と金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？

目下、金融市場では FRB の利下げ有無、時期、回数などが注目されている。利下げの大義はあくまで「予防的な利下げ」とされるだろう。だが、遅行系列である雇用・賃金の失速が確認された時点で景気の拡大局面は終了しており、恐らくは縮小局面に入っている疑いが強い。逆に、景気循環に対して先行性が認められる計数としては株価が有名である。確かに FF 金利は株価にビッドに反応してきた歴史がある。しかし、最近の株価は景気の先行指標というよりも単なる「金融政策の写し鏡」という側面も大きそう。6月に入り株価は反騰しているが、周知の通り、これは「利下げありき」の上昇である。この期に及んで「利下げはなく、暫くしたら利上げに復帰」というトークは到底できる雰囲気ではない。こうした中央銀行と株式市場の一種の「接待関係」は持続可能なのか。株式市場のご機嫌を取り続けられれば、急変動は避けられるのだろうが、それはタダではなく数少ない手持ちのカードを分捕られることと引き換えであるように思える。

～FF 金利と景気の先行系列～

目下、金融市場では FRB が利下げに踏み切るのか、踏み切るとすればそれはいつで、年内何回が想定されるのかが注目されている。利下げの大義はあくまで「予防的な利下げ」で、あくまで景気循環に対して遅きに失した対応ではないという体裁が取られそうである。しかし、本欄でも幾度か議論している通り、雇用・賃金の失速が確認された時点で景気の拡大局面は終了しており、恐らくは縮小局面に入っている疑いが強い。これは個人消費支出(PCE)デフレーターなど一般物価の動きも同様である。物価も景気循環に対して遅効性が認められる項目である。

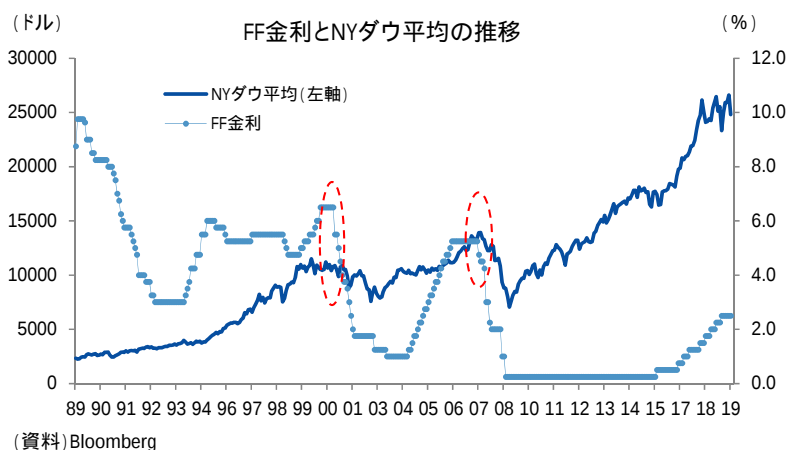
逆に、景気循環に対して先行性が認められる計数としては株価のほか ISM 製造業景気指数などのソフトデータの存在が挙げられる。ということは、例えば ISM 製造業景気指数と FF 金利の間に安定した関係があれば、景気が本格的に縮小局面に突入する前に「予防的な利下げ」が行われていたということも言えそうである。この点、過去 30 年について FF 金利と ISM 製造業景気指数(以下単に指数)の動きを見ると、FRB は指数の悪化が相応に進んでから利下げに着手してきたように見受けられる(図中点線丸部分)。少なくとも直近 2 回の利下げ局面については指数が急落する途上で利下げが始まっている。企業心理の悪化を機敏に捉えて「予防的な利下げ」が割り当てられてき



たという雰囲気はあまり感じられない。しかし、企業心理の悪化が顕著な時に利下げが行われていたこともまた事実であるため、足許で指数が急落していることを思えば、FF 金利が現状維持で逃げ切るのとは簡単な話ではないように感じる。

～資産効果に賭ける米国～

一方、同じ先行系列としての株価に着目した場合、FF 金利はよりビビッドに反応してきたように見える。「金融政策は株式投資家のためにあるわけではない」と言いつつ、やはり株価が変動をきたした時には政策修正を検討せざるを得ないということだろう。しかし、未曾有の金融緩和の影響もあって果たして株価が景気の先行指標として正しいのかどうかは判然と



しない。むしろ単なる「金融政策の写し鏡」に成り下がっている面はないだろうか。6月に入り株価は反騰しているが、周知の通り、これは「利下げありき」の上昇である。ゆえに、この期に及んで「利下げはなく、暫くしたら利上げに復帰」という正常化トークは到底できる雰囲気ではない。

こうした中央銀行と株式市場の一種の「接待関係」は持続可能なのか。日本や欧州のように家計部門における株式の保有割合がさほど高くない経済の場合、緩和的な金融環境で株価を押し上げたところで実体経済の減速を和らげる一助にはなり得ないだろう。しかし、保有している金融資産の30%以上が株式である米家計部門の現状を踏まえると、中央銀行と市場の



「接待関係」は資産効果を通じて実体経済を押し上げるという現実的な効果を有してしまう可能性がある。図示されるように、米家計部門の純資産の名目 GDP に対する比率は過去最高を更新し続けており、これが冴えない賃金動向をカバーしてきた可能性が推測される。とすれば、このままFRBが株式市場のご機嫌取りを続ければ、再び資産効果を通じて窮地を脱する芽もあるかもしれない。

～数少ないカードが分捕られる展開～

しかし、ここで雇用市場が完全雇用に到達していそうなことが問題になる。たとえFRBがハト派色を全面に押し出す政策運営に勤しんだとしても、5月雇用統計のような内容を見せ続けられて金融市場が穏当でいられるだろうか。今後、非農業部門雇用者数(NFP)変化が恒常的に前月比+10万人を割り込み、失業率が上がり続け、賃金も失速が目立つような事態は十分想定される。振り返っ

てみれば、「FRB のハト派傾斜」を理由に株式市場が盛り上がる展開は年初にもあった。あの時は「利上げ先送り」ないし「利上げの停止」の観測が株価を押し上げたわけだが、今は「利下げ転換」が株価を押し上げている。結局、株式市場のご機嫌を取り続ければ、急変動は避けられるのだろうが、それはタダではなく数少ない手持ちのカードを分捕られることと引き換えだということではないだろうか。この先、雇用統計を筆頭として米経済のハードデータ悪化を受けて金融市場が痛癢を起こし、それをなだめるためにFRBがご機嫌取りに励むという展開が懸念される。そのような状況においてFRBは利下げをしても追加利下げを要求されるような展開が容易に想定され、その先にはバランスシートの再拡大という論点も浮上してきかねない。「予防的利下げ」を大義としつつも、1～2 回の対応で事態が収束する可能性は高くないように思える。

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
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
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	薄水のドル高相場～踏けるべき「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	「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？