

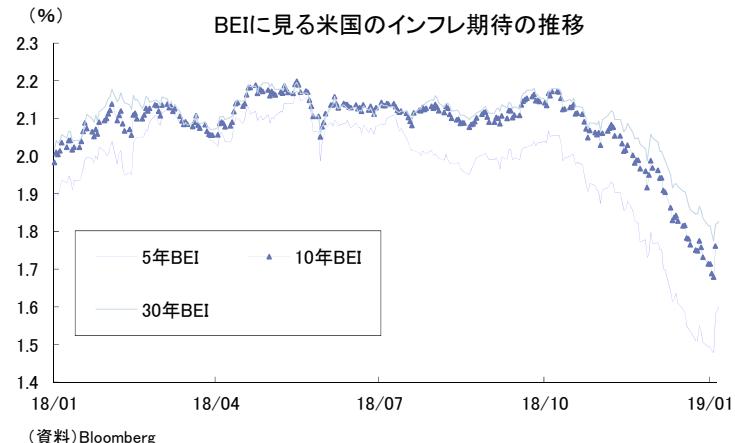
## みずほマーケット・トピック(2019年6月24日)

### 利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～

FRB のハト派傾斜に焦点が集まり、悲観ムードが強まっているが、市場心理を色濃く映し出すはずの株価は利下げ期待を背景に騰勢を強めている。この点、ドル/円市場の参加者の間では「利下げ期待は金利市場で織り込み済みなのでもう新安値はない」もしくは「利下げ期待で株が上がる所以リスク回避ムードは高まらずもう新安値はない」といった楽観論も聞かれる。前者は過去に議論したので今回は割愛する。では後者はどうか。筆者は 2 つの理由から同意できない。まず、株価に代表される「資産価格」よりも FF 金利に駆動される「米金利水準」の方がドル/円相場のドライバーとして重要なのはずである。また、利下げと株価上昇の因果関係をさも当然のように語る危うさも無視できない。今回は「98 年型の利下げ」という一過性の動きになりそうだが、それでも今後 1 年程度に限れば米金利低下と円高・ドル安に賭けた方が無難にも思える。

#### ～利下げ期待とドル/円相場の関係～

引き続き金融市場の焦点は FRB のハト派傾斜にあり、米 10 年金利も断続的に 2% を割り込んで推移している。米 10 年金利が 2% 割れで推移するのは 2016 年 10 月以来であり、FF 金利誘導目標が 0.25 ~ 0.50 % だった頃である。昨年 11 月以降からの金利低下幅は約 120bps にも達しているが、この間、ブレイクイーブンインフレ率(BEI)などに現れるインフレ期待の潮流が変わったわけではない(図)。長期金利はインフレ期待を先読みして動いているわけではなく、あくまで FRB の言動に反応しているだけということであり、裏を返せば、FRB が文字通り「自分の尾を追う犬」と化しているだけということであろう。この点、過剰な利上げを批判し続けたトランプ米大統領の主張はあながち誤りではなかったという面もありそうである。



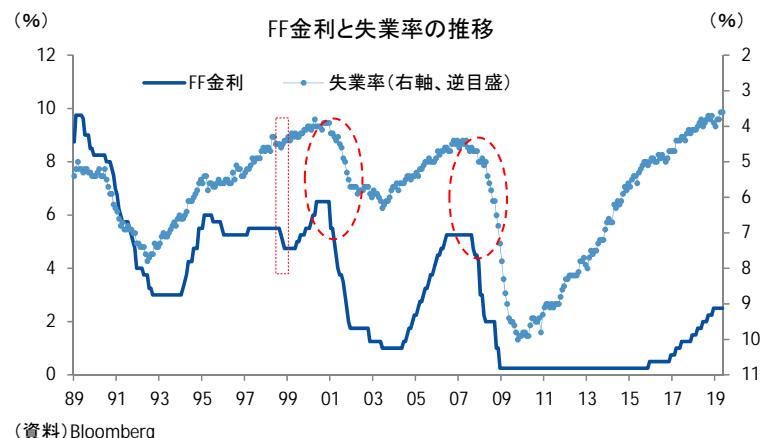
こうして悲観ムードの強い状況が続いているものの、市場心理を色濃く映し出すはずの株価は利下げ期待を背景に騰勢を強めている。先週 21 日の NY ダウ平均株価は一時、昨年 10 月につけた最高値を更新する動きまで見られた。米中協議進展への期待も寄与しているだろうが、利下げを当て込んだ動きであることは言うまでもない。この点、ドル/円市場の参加者の間では「利下げ期待は金利市場で織り込み済みなのでもう新安値はない」もしくは「利下げ期待で株が上がる所以リスク回避ムードは高まらずもう新安値はない」といった楽観論も聞かれるようになっている。前者は過去の

本欄<sup>1</sup>で議論したので今回は割愛したい。基本的に為替市場と金利市場で期待が同一だとは筆者は考えておらず、「織り込み済み」を前提とした議論には与していない。

では後者はどうだろうか。筆者は2つの理由から同意できない。まず、確かに足許では利下げ期待と共に株価が持ち直している。しかし、「だからドル/円相場が支えられる」というのは些か論理の飛躍がある。要は、株価に代表される「資産価格」とFF金利に駆動される「米金利水準のどちらをドル/円相場のドライバーとして重く見るかという問い合わせだが、あくまで「資産価格」より「米金利水準」がドル/円相場のドライバーになる筋合いがあるというのが筆者の基本認識である。実際、NYダウ平均株価が戻ってもドル/円相場の水準は切り下がったままであり、低下傾向にある米金利水準に呼応した動きと見受けられる。過去5年間のドル高局面がFRBの利上げとこれに連れた米金利上昇を大前提としていた以上、その巻き戻しでドル全面安が生じるのは自然である。

### ~利下げと株価上昇の因果関係を当然視するべきか~

次に、利下げと株価上昇の因果関係をさも当然のように語る危うさも無視できない。それは「利下げをすればビビッドに実体経済が持ち直していく」という大前提の下で議論している。しかし、利下げをして、例えば雇用統計は持ち直すのだろうか。3.6%まで下がった失業率を待ち受ける未来は真っ当に考えれば低下よりも上昇に思えるのだが、そのような予想を覆すだけの威力を利下げに期待してよいものだろうか<sup>2</sup>。正攻法で考えれば、利下げで株式市場の機嫌を取っている間に雇用市場は成熟化のピークを過ぎ、失業率は上昇、平均時給は下落に転じる疑いが強くなれないだろうか。図はFF金利と失業率の推移である。少なくとも過去2度(図中、点線丸部分)の利下げ局面(01年1月～04年5月、07年9月～15年11月)を見れば、FRBが利下げに踏み切ったタイミングでは失業率が上昇に転じており、その動きが年単位で続いた経緯がある。



(資料) Bloomberg

### ~「98年型利下げ」としても~

上述のような議論は今回の景気減速を「リセッションに向かた一里塚」と見るのか、それとも「単なるソフトパッチ(成長の一時的鈍化)」と見做すのかという問題意識の差とも言える。利下げと株価の上昇、これに伴うドル/円相場の浮揚を当て込む向きはあくまで米国経済のソフトパッチを前提としており、一時的な落ち込みとしか考えていないことだろう。確かにその可能性はある。前掲図の点線四角部分はアジア通貨危機(1997年)やLTCM危機(1998年)を受けた利下げである。利

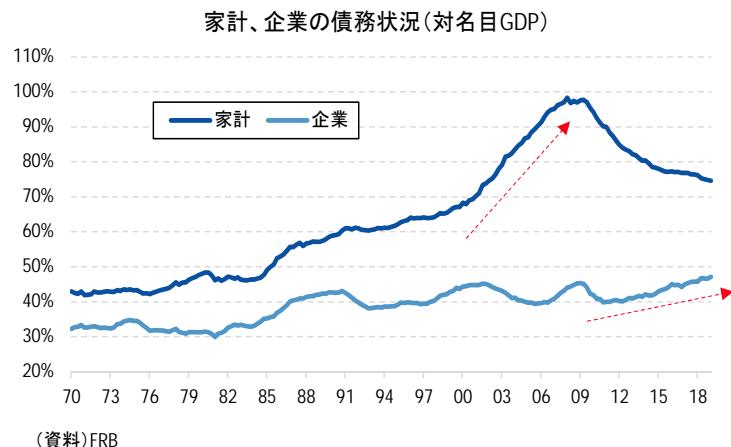
<sup>1</sup> 本欄 2019年6月19日号『為替市場と金利市場の期待格差について』をご参照下さいませ。

<sup>2</sup> 確かに移民流入を堰き止めている以上、国内労働力を今まで以上に稼働させなければいけないため、失業率に低下はあるのかもしれない。しかし、6月発表のFRBスタッフ見通しはそのような論点も盛り込んでいると推測するが、長期失業率の見通しは「4.3%」であり現状の3.6%より相応に高い。足許の失業率が異例に低過ぎるという事実認識はさほど外れとは思えない。

下げ「局面」という表現を使うほど長いものではなく、1998年9～11月の3か月間で75bps(25bps×3回)が行われ、翌年6月から再び利上げ軌道に復帰している。これが景気後退を防ぎ、いわゆる2000～01年のITバブルの生成と崩壊に繋がったことは良く知られている。今次局面における利下げはこうした「予防的利下げ」の成功体験を参考にしており、短期決戦型の思い切った対応により収束するのではないかとの見方は多い。今年3月、エバンス・シカゴ連銀総裁は当時の政策運営を高く評価した上で現状が酷似しているとの指摘をしている(同総裁は当時、シカゴ連銀スタッフの1人としてFOMCに参加していたという)。7月に50bps利下げを予想する声が絶えないのもそうした経緯を踏まえた上で、排除できない可能性があるためかと思われる。

実際、ソフトパッチで収束するという可能性は今のところ高いように見える。

2007年時の住宅ローンのように米国経済が過度な不均衡を抱えているわけではなく、深くて長いバランスシート調整を米国の民間部門が強いられる気配はない。ゆえに「深刻な後退よりもソフトパッチ」という整理に大きな異論はない。敢えて言えば企業部門の債務残高はGDP比で見てもリーマンショック前よりも大きくなっています。



なっており、ここに調整が生じた時は相応のショックが予想される。しかし、リーマンショック前の家計部門ほど性急な積み上がり方とも言えず(図)、ショックが生じたとしても9回分の利下げカードを全て使い果たす可能性は今のところ高くはないように思える。よって、ドル/円相場の先行きについても2008～2012年まで続いた苛烈で長い「円高・ドル安」を謳うつもりはない。

しかし、仮に、今回が「98年型の利下げ」であったとしても、本欄や『中期為替相場見通し』で想定する予測期間(足許から1年)に限って言えば、ドル/円相場の上昇は難しいように思える。やはり気がかりは雇用統計だ。失業率3.6%はFRBの当初想定をはるかに下回る低水準である。一国経済における「働ける人の数」は決まっており、近い将来、継続的な悪化が見られても驚きはない。その悪化が改善に転じるまで1年程度かかるのも不思議ではなく、その間は金融政策がハト派色を強めても株価が上値追いを続けるのは難しいというのが筆者の予想である。結局、緩和しても株価が上がらないのであれば残るのは下がった米金利だけであり、これはドル/円相場の上値を押さえるだろう。また、「景気は必ず循環する」という前提に立てば、今回は2～3回の利下げによってソフトパッチで乗り切ったとしても、「98年型の利下げ」がそうであったように景気過熱を招く結果、後のバブルの生成・崩壊そして深いリセッションを招来するという可能性も視野に入れねばなるまい。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鑑大輔(TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto: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](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21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
2019年6月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月14日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月13日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば…～)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
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？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒始めた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～
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	フレグジットQ&A～メイ辞任、再国民党投票、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	開険引き上げと通貨安～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	追加開険税騒動について～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「欧州らしい結果」～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」を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	フ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(フレグジット交渉、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	フレグジット、「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ていた年初の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～大戦以来の大天使召還～
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	バートマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	フ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洲の減速
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	「ハブルは崩れてからがバブル」という考え方について