

みずほマーケット・トピック(2019年10月16日)

FRB の TB 購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～

ブレグジット交渉が合意に近づいているとの報道や米中協議の部分合意など、政治的な材料が好転していることは受け、金融市場は米経済が再び拡大基調に入ったかのような雰囲気。だが、政治的な材料に景気循環を覆すほどの力はなく、そこまでの思いを抱くことは慢心であるとの認識は持ちたい。そのような慢心は FRB の挙動にも見え隠れする。FRB は短期金融市場の混乱を抑制すべく今月 15 日から財務省短期証券(TB)を毎月 600 億ドル規模で買入れることを発表した。あくまで技術的措置であることも釘を刺した。しかし、FRB の置かれた立場を踏まえれば、QE 再開との解釈を放置し、「誤解に働きかける」ような「ずる賢さ」が求められる状況ではないのか。現時点で否定すればするほど、今後必要になる際に注目を集めやすくなるはず。

～垣間見られる市場の慢心～

昨日の為替市場では英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉が合意に近づいているとの報道を受けリスク許容度の改善が進み、米中協議の部分合意や良好な米銀決算の結果も相まって、ドル/円は一時 108.90 円の高値まで上昇している。米 10 年金利は 1.70%を超え、NY ダウ平均株価も史上最高値付近に値を戻すなど、米経済が再び拡大基調に入ったかのような雰囲気を感じる。米国市場のこうした地合いを受けて、本日の日経平均株価は一時年初来高値を更新している。

だが、これまで繰り返し論じているように、10 月で米経済の拡大局面は 125 か月目に突入し、失業率が 3.5%にまで達している。ここから景気循環が再拡大に向かう道理は小さいと言わざるを得ない。そもそもブレグジット交渉や米中協議は政治的な論点であり、景気循環の方向感を規定するものではない(循環の期間には影響するだろう)。そうした材料の好転を受け、楽観的な展望を持つのは誤りではないが、景気循環を覆すほどの力はなく、そこまでの思いを抱くことは慢心である。

～「スタンスの変更ではない」という蛇足～

こうした慢心は FRB の挙動にも見え隠れする。先週 11 日、FRB は短期金融市場の混乱を抑制すべく 15 日から財務省短期証券(TB)を毎月 600 億ドル規模で買入れることを発表した。購入は 2020 年 4～6 月期まで継続される。10 月 4 日、ビデオ会議の形式で開かれた FOMC において議論されたことも明らかにされており、TB 購入を通じたバランスシートの拡大によって事態の鎮静化を図る方針が全会一致で確認されたという。過去の本欄でも議論した通り、今回の措置は小手先のオペでは事態の収束が難しくなったため、準備預金の総量を嵩上げすることで対応する方針に切り替えたという順序で理解する必要がある。要するに、景気刺激のための量的緩和政策(QE)再開ではないというのが本質的な解釈になる。この点は FRB からも強調されており、「こうした行動は FOMC の金融政策の効果的な実行を支援するための技術的措置に過ぎず、金融政策のスタンス変更を示すものではない」と釘が刺されている。なお、短期金融市場の今次混乱に関しては過剰な

規制が流動性を細らせていることの副作用との指摘もあり、本質的な処方箋を打ち出すには規制見直しを含めた広範な議論を求める声もあるが、これは今回の本欄では脇に置きたい。

問題は、FRB の置かれた立場を踏まえれば、この後半部分の「金融政策のスタンス変更を示すものではない」は蛇足ではないかということだ。QE 再開との解釈を放置しても FRB には何の問題もないはずである。むしろ短期金融市場の鎮静化は元より、政治(トランプ米大統領)や為替市場(ドル高からドル安へ)の歡心も買うことが期待できて望ましかったのではないか。これまで繰り返し目にしてきたように、米中貿易協議やブレグジットなどの論点は目まぐるしく状況が変わるものであり、その帰趨に沿って政策運営を行うのは危うい。後述するように、今後、米国の経済・金融情勢について雲行きが怪しくなった場合、QE 再開を求められる展開は十二分に想定される。現時点で否定すればするほど、今後必要になる際に注目を集めやすくなるという視点は欲しかったところだ。

～「誤解に働きかける」ずる賢さも必要～

現時点で「QE ではない」ことに釘を刺すのは中央銀行としての矜持からなのかもしれないが、敢えて強調する積極的な意味はない。過去にも論じたように¹、「貨幣数量説」的な世界を未だに信じる市場参加者も存在するのだから「誤解に働きかける」という一種の「ずる賢さ」はあっても良かった(2013～14 年の日銀がそうだったように)。今回、FRB が決定した月間 600 億ドルは規模だけで言えば、11 月から ECB が再開させる拡大資産購入プログラム(APP、月間 200 億ユーロ)の約 3 倍に相当する。緩和と錯誤させるだけの「量」感は十分と考えられる。周知の通り、今月 29～30 日には FOMC がある。9 月に公表されたドットチャートを見る限り、メンバーの大勢が「利下げはあと 1 回」で意見を集約しつつある現状を踏まえれば、利下げカードは温存した上で TB 購入によるバランスシート拡大を決定、これによって「緩和路線は堅持される」とでも言うておけば今月の会合は乗り切れたのではないかと。わざわざ「これは QE ではない」と断じたせいで、本当に中長期債を対象とする QE を決断する際の注目度が高まってしまったことは否めない。残されたカードに比較的余裕があり、政治情勢も安定してきているからこそ、FRB はこうした態度に出られているのだろう。

一方、こうした米国を中心に醸成されている慢心にも似たムードは「次回(10 月)の金融政策決定会合において、経済・物価動向を改めて点検していく」とお茶を濁している日銀にとっては望んだ展開である。ドル/円が 109 円目前、日経平均株価が年初来高値付近という状況で追加緩和を検討する必要はなく、このままいけば 10 月も現状維持で乗り切ることが可能だろう。しかし、既に事情に詳しい関係者談として、米国が関税を完全撤廃しない限り協議で規定された米農産物(4～500 億ドル)を中国が輸入するのは困難との報道も流れてきている。政治的な材料の浮沈に流されず、金融市場の向かう方向を冷静に見定めていきたいところである。

市場営業部
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 2019 年 10 月 9 日号『FRB の資産購入再開と懐かしのソロスチャート』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10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切れる日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはしたいところ～)
2019年9月5日	プレグジットを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と捨てるECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての円安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正當な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
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～
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～
	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19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14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れば・・・)
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	プレグジット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