

みずほマーケット・トピック(2020 年 1 月 15 日)

「1998～99 年」との違いはどこにあるのか～その②～

先週の本欄では 2019 年に実施された 3 回の「予防的利下げ」が一部の FRB 高官の示唆するように、1998 年 8～11 月に実施された 3 回の利下げと酷似しているとした場合、「今年(2020 年)は利上げ軌道に復帰した 1999 年と重ねてみるべきなのか」という論点を議論した。同欄では家計部門がバランスシート調整の最中にある事実などを踏まえ、2020 年に FRB が利上げに動くほどの正当性は見出しにくいと述べた。しかし、その他にも小さくない理由がある。本日の本欄では 1998～99 年と現状の差異として①インフレ期待、②米国の成長率の 2 点を紹介してみたい。当時は予防的利下げを経てインフレ期待の急騰が見られており、米国の成長率が世界的に見ても突出した強さを誇っていたという事情があった。現状は米金利低下や円高のシナリオを唱える向きにとって、現状は我慢の時間帯が続いているものの、所詮は米利上げを想定しないのであれば円安・ドル高方向に相場が走ることは考えにくいというのが経験則。

～予防的利下げの総括：1998～99 年との比較～

昨日の為替市場は前日から横ばいの動きが続いた。本日にも署名される米中貿易協議の第一段階合意は織り込み済みであり、むしろ「大統領選挙が終わるまでは第二段階合意(関税の完全撤廃)はない」という後ろ向きの思惑が勢いを得ているようにも見受けられる。それゆえにドル/円相場も 110 円台で定着しにくいのだろう。昨日の本欄でも議論したように、第一段階合意は中国の為替政策における透明性向上などを含んでおり、まずはこの履行状況を確認してからではないと第二段階の協議には進めない。合意含みの期待が浮上するとしても、10～12 月期の話であろう。

～政治資源を失うタイミングではない～

ところで先週の本欄¹では 2019 年に実施された 3 回の「予防的利下げ」が一部の FRB 高官の示唆するように、1998 年 8～11 月に実施された 3 回の利下げと酷似しているとした場合、「今年(2020 年)は利上げ軌道に復帰した 1999 年と重ねてみるべきなのか」という論点を議論した。同欄では「家計部門がバランスシート調整の最中にある現状は、債務の積み上げが見られていた当時(1998～99 年)とはマクロ経済が抱える過熱感が異なる」ことなどを挙げ、2020 年に FRB が利上げに動くほどの正当性は見出しにくいと述べた。もちろん、株価が騰勢を強めていることや、企業部門の債務が蓄積されていることなどを考慮すれば、資産バブルを理由とした利上げ復帰の可能性もゼロではない。しかし、ただでさえ FRB の利上げに辛辣なスタンスにあるトランプ政権が再選を目指す直前期にタカ派色を強めるのは上策とは言えまい。また、昨日の為替政策報告書を見てもわかるように²、米財務省(ひいてはトランプ政権)の抱くドル高懸念は相応に強いものがある。「政治の顔色を

¹ 本欄 2020 年 1 月 9 日号『予防的利下げの成否～「98 年型利下げ」と「99 年型利上げ」～』をご参照下さい。

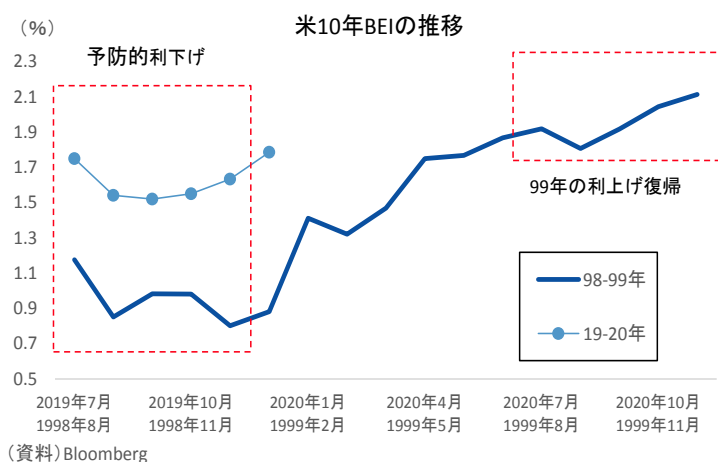
² 本欄 2020 年 1 月 14 日号『中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～』をご参照下さい。

見て政策運営をすべきではない」という正論はもっともであるが、近い将来、大きな政治資源を失ってまで利上げをするほどの客観的状況があるとは思えないというのが筆者の現状判断である。

～1998～99 年と現状の差異：インフレ期待と米成長率～

筆者は一国の経済・金融情勢を占う上で最も大事な計数は貯蓄・投資 (IS) バランスだと考えているので、「家計部門がバランスシート調整の最中にある現状は、債務の積み上げが見られていた当時 (1998～99 年) とはマクロ経済が抱える過熱感が異なる」という事実は年内利上げなしと結論付けるのに大きな理由になると考えている。しかし、その他にも小さくない理由がある。本日の本欄では 1998～99 年と現状の差異として①インフレ期待、②米国の成長率の 2 点を紹介してみたい。

例えば①に絡めて物価情勢を見ると何が言えるか。FRB が重視する個人消費支出 (PCE) デフレーターについて言えば、利上げに転じた 1999 年はコアベースで平均して前年比+1.4%にとどまっていた。これは現在 (直近 1 年平均で同+1.7%程度) よりも弱いものだ。「それでも当時は利上げしたのだから今回も…」という考え方はあるかもしれないが、将来に関するインフレ期待の動きにも目を向けたい。図示される通り、

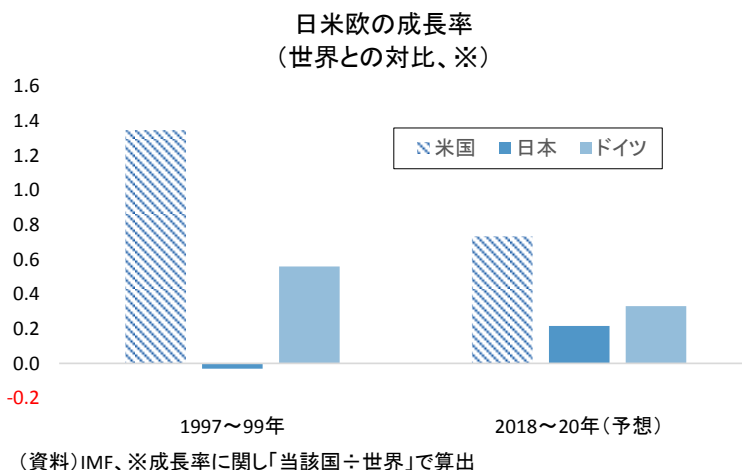


り、1998～99 年における市場ベースのインフレ期待 (10 年物 BEI) は予防的利下げを経て急激に騰勢を強めていた。具体的には 10 年物 BEI は 1.0%を切っていたところから 1 年足らずで 2.0%を突破する動きが見られた。当時は後に IT バブルと言われることになる株価の上昇もあったことを合わせれば、フォワードルッキングな政策運営という観点に照らし利上げ復帰はあり得る判断だった。片や、現在の 10 年物 BEI に目をやれば、2015 年 12 月以降、9 回利上げしている最中でも全く盛り上がりを見せていなかった経緯がある (だからこそ「糊代稼ぎの利上げ」と揶揄された)。2019 年に行われた 3 回の利下げを経て、2020 年はインフレ期待の加速が見られてくるのか。危機後、低迷が続くインフレ期待の趨勢が 3 回の利下げで劇的に変わるのだろうか。考えにくいだろう。インフレ期待が利上げ復帰をもたらしてくれる「援軍」になる可能性は低そうである。

～米国に当時ほどの力強さはなし～

1998～99 年と現在のもう 1 つの大きな差異が米国経済の立ち位置だ。金利の水準に明示されるように、現在の米国経済は先進国の中で相対的に高い成長率を誇っており、世界経済のエンジンの 1 つと言って差し支えない。しかし、1998～99 年に目をやれば世界における米国経済の強さはより際立ったものであった。例えば「予防的利下げ」に着手する前後 1 年を含む範囲として 1997～99 年の米経済の平均成長率を取ってみると+4.6%であった。これは国内が金融危機 (1997 年) に見舞われた直後であった日本の▲0.1%は元より、ドイツの+1.9%と比べても倍以上であった。ちなみに当時の世界経済の成長率は+3.4%であったので、新興国を含めた世界全体と比較しても米

国が突出していたことが分かる。しかし、2018～20 年(20 年は IMF 予想値)で同様の比較を行うと、米国が+2.5%、日本が+0.7%、ドイツが+1.1%そして世界が+3.4%である。世界経済の成長率(+3.4%)は当時と変わっていないが、これに対する米国の圧倒的強者と言える立ち位置はかなり変わっているという現実がある(右図)。世界経済において米国経済だけに過熱感が窺え、しかも上述したよ



うにインフレ期待が急騰していたのだから、やはり利上げ軌道に復帰する FRB の胸中は分からなくもない。だが、現状の米国は世界的に優勢とは言えても、突出した存在とまでは言い切れず、まして過熱感を帯びたバブルという判断は難しいだろう。利上げに踏み込めるだけのユニークな強さは今の米国経済にはないと思われる(景気循環的にももう限界に差し掛かっているだろう)。

～我慢の時間帯あれどもドル安・円高に賭けたい～

FRB が今年、利上げ復帰に至ることはないというのが筆者の予想である。もちろん、当面は揺り戻しもあるだろう。昨年来、企業部門、とりわけ製造業に関してはそのセンチメントの著しい悪化が取り沙汰されてきた。悪化を主導したと考えられる米中貿易戦争やブレグジット、中東リスクなどの政治(含む地政学)リスクが後退しつつある今、当面は企業心理の改善が FRB のタカ派化に寄与し、これに伴って米金利やドルが追随するという場面はあっても不思議ではない。まさに過去 1 週間の相場つきがそれだ。米金利低下や円高のシナリオを唱える向きにとっては我慢の時間帯と整理したい。しかし、上述したようなインフレ期待や米経済自体の迫力不足(これは家計部門のバランスシート調整中という事情も含む)もあって、FRB が利上げ軌道への復帰することはやはり難しいだろう。

もっとも、FRB の利上げが無いからと言って、それが直ぐにドル安・円高に直結するわけではない。そもそも日米金利差の限界的な変化幅が小さくなっているのだから、これに呼応するドル/円相場の動きも抑制されているという見方もある。これも一理ある。とはいえ、米国の経済・物価情勢に加速が想定されず、それゆえに利上げも見込まれない以上、やはり米金利とドル/円相場リスクは下方向に広がっていると考えるのが無難というのが筆者の基本認識である。日米金利差の拡大なところに基調的な円安がないことは歴史的に見ても確度の高い論点である。

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。

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
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～'98年型利下げ」と'99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失ったボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、'2度目の国民投票！～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の腐」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感'5円、以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
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月乗り切るも日銀の難局は続く～)
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、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	ブ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、日銀の経緯～
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、捨てる日銀と拾う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～下期以降の景色は半分変わりそう～)
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」～対抗措置としての元安～
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～