

みずほマーケット・トピック(2022 年 2 月 1 日)

オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済

1 月 28 日、NY 連銀はブログで足許のインフレ高進に関し、どの程度が供給制約に起因しているのか定量分析を公表。その中で「国内の金融政策ではそうした(供給制約に起因する)インフレ圧力の源泉に対して限定的な効果しかもたらさない」と指摘。現状、FRB の引き締めは減少した供給量に合わせて需要量も減少させようという縮小均衡の発想に近く、当然、景気は減速する。しかし、需要は徐々にしか減らないのでインフレ圧力も徐々にしか後退しない。患部と処方箋が合っていないという事実は確かにある。また、同日に発表されたアトランタ連銀のリアルタイム GDP 予想「GDP NOW」は 1～3 月期実質 GDP 成長率に関し、前期比年率+0.1%とほぼゼロ成長を推計。こうした状況下 3 月にテーパリングが完了し、利上げが着手されることになる。オーバーキル懸念を企図してイールドカーブのフラットニングが進むのは至極当然の状況だろう。年内の利上げ回数織り込みは着実に増えているが、市場の予想する中立金利の水準は不変。短期的に数多くの利上げを押し込む政策運営は持続性がないと思われる。

～供給制約 vs. 金融政策～

先週 1 週間の金融市場を振り返ってみれば、米 10 年金利は横ばい、米株価に関して言えば S&P500 指数は▲5%ほど調整が進み、NY ダウ平均株価は横ばいであった。この間、ドル/円相場は 115 円台に定着し、日本の 10 年金利は 0.15%まで上昇、日経平均株価指数は▲6%近く下落している。つまり米国では株価こそ下落しているが、為替や債券は堅調であった。一方、日本では株・債券・為替のトリプル安が進んでいる。一過性の動きかもしれないが、最近の円安が「日本回避」の色合いを含んでいると考えてきた筆者にとって、この商状は大変興味深いものである。

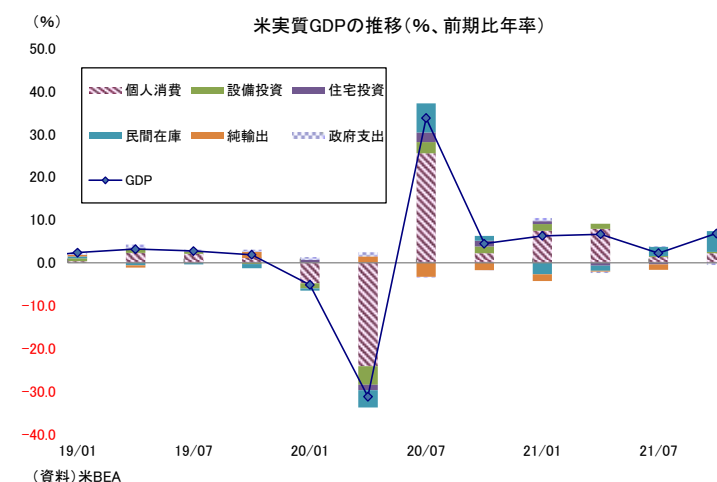
ところで、1 月 28 日にはニューヨーク連邦準備銀行(以下 NY 連銀)のブログ「Liberty Street Economics」が『The Global Supply Side of Inflationary Pressures』と題した論考を掲載している。ここでは同行エコノミストが開発した定量分析の手法を用いて米国、ユーロ圏そして OECD 加盟国で発生している生産者物価指数(PPI)や消費者物価指数(CPI)の上昇に関し、どの程度が供給制約に起因しているのかが明らかにされている。分析手法を厳密に解説することは避けるが、結論は「サプライチェーンの崩壊やエネルギー市場動向などといったグローバルな供給要因が先進国で最近見られる主要物価指数の動向と関わっている」という至極意外性の無いものである。

だが、定量分析を通じてインフレ高進が供給制約という国際的な要因に根差していることを理解した上で、「国内の金融政策ではそうしたインフレ圧力の源泉に対して限定的な効果しかもたらさないだろう(domestic monetary policy actions would have only a limited effect on these sources of inflationary pressures)」と述べていることは興味深い。そもそもサプライチェーン崩壊という「供給」不足に起因する物価高に対して、FRB がやろうとしていることは引き締めを通じて「需要」超過を軽減しようとする行為である。減少した供給量に合わせて需要量も減少させようという縮小均衡の発想

なので、当然、景気は減速する。しかし、需要は徐々にしか減らないのでインフレ圧力も徐々にしか後退しない。患部と処方箋が合っていないのではないのかというのが今の FRB の金融政策姿勢に対して抱かれる違和感の正体である。現下で著しくなる米実体経済の減速に関し、最も重要な地区連銀である NY 連銀からこうした分析が見られていることは興味深い(※NY 連銀は金融政策に関連する諸取引を管理するシステム公開市場勘定(SOMA)の管理者であり、NY 連銀総裁は FOMC の常任メンバーかつ副議長である)。

～2022 年 1～3 月期は景気後退の瀬戸際に？～

今後、米国経済が失速することはある程度見えた未来である。上述の NY 連銀ブログと同日 28 日に公表された 10～12 月期の米国の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.9%と高成長が実現した。39 年ぶりの高成長率だが、これはもはや過去の数字である。足許の経済・金融情勢の悪化を踏まえ、市場参加者における米 1～3 月期予想は引き下げが進んでおり、アトランタ連銀のリアルタイム GDP 予想「GDP NOW」は先週 28 日時点の推計で前期比年率 +0.1%とほぼゼロ成長と試算している(図)。こうした状況を踏まえて 3 月にテーパリングが完了し、利上げが着手されるわけで、オーバーキル懸念を企図してイールドカーブのフラットニングが進むのは至極当然と言える。ちなみに高成長を実現した 10～12 月期も+6.9%のうち+4.9%ポイントが在庫投資であり、モノ不足に対応するための予備的な企業部門の行動を反映していそうである。真っ当に考えれば、1～3 月期以降、これが取り崩される公算は大きく、アトランタ連銀推計の示すゼロ成長推計に大きな違和感はない。もともと、縮小均衡によるインフレ抑制を覚悟しているならば、こうした景気減速も予定通りという話ではある。



～利上げ回数の総計は増えていない～

ちなみに、上述した NY 連銀ブログの最後には「供給要因はいずれ財の物価よりもサービスの物価に反映されてくる」とあり、そうした影響がラグを伴って顕現化する可能性こそが「我々の分析における重要な警告 (An important caveat of our analysis)」だと記されている。サービス物価とは要するに賃金であり、パウエル FRB 議長も会見で繰り返し賃金上昇の危うさを指摘したことが思い返さ

れる。しかし、雇用・賃金情勢は景気の代表的な遅行系列であり、金融政策の効果が半年～1年程度のラグを伴って現われるという標準的な考え方を取るならば、その過熱を見計らって引き締めてもやはりオーバーキルに至りやすいと考えられる。

そのような懸念もあり、筆者は 4 回以上の利上げを現時点で当然視する姿勢には賛同できず、最大でも 3 月・6 月・9 月の利上げを経て、株価を筆頭とする経済・金融情勢をなだめすかす方向に旋回する公算は大きいと考えている。中間選挙直前ともなれば、インフレ情勢もさることながら、実体経済に寄り添う姿勢も世論の好意的な評価を受けやすくなっている可能性もあるだろう。なお、現状のタカ派姿勢が長く続かないことについて、市場も理解している節がある。過去の本欄でも議論したように、正常化プロセスにとって「最後のテーマ」である中立金利(利上げの終点)の水準は OIS で見れば 1.75%、30 年金利で見れば 2.20%などが示されており、いずれもドットチャートで示される 2.50%よりも低い。年内の利上げ回数を増やしたところで最終的に行き着く利上げの終点は変わらないというのが市場の見立てである。「最終的に行き着く水準は同じ」と考えられている事実は、短期的に数多くの利上げを押し込む政策運営は持続性がないと思われる証左でもある。

景気の腰折れ(オーバーキル)を回避するという観点からすれば、供給能力の復調を待ちつつ、今後 3 年間で年 2～3 回の利上げを実施するといった姿勢が、物価と成長率の安定を両立させる上で無難な選択肢となってくるように思える。

市場営業部・金融市場部
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
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月16日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月15日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月12日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月11日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月10日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月9日	週末版
2021年11月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月29日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月28日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月26日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月25日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月22日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月20日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
2021年10月18日	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月15日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月13日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月12日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月8日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月7日	インフレ高進を考えると「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月26日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月24日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月22日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月21日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
2021年9月16日	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月14日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月10日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月8日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月7日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月6日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月3日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年9月1日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月30日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月27日	混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月26日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月24日	