

12月FOMC: 実務家議長は透明性より柔軟性を重視

KEY POINT

- 米国景気への悲観論とFRBのハト化待望論が蔓延。株式市場は催促相場の様相
- 米国が景気減速に止まる限りGDPギャップは拡大。FRBがハト派化する必要はないが...
- パウエル議長は実務家、政策運営では透明性より柔軟性を重視
- 機械的な利上げから、経済データに沿ったストップ・アンド・ゴーへ移行。ドットチャートも毎回変わる?
- 現時点で利上げ見通し(ドットチャート)を引き下げれば、後の厳しい利上げを招く可能性

米国景気後退説が急浮上

米国の株価の下落や長期金利の低下が続いている。市場では米国の景気後退を警戒する声が高まるとともに、FRBの金融政策のハト化待望論が渦巻いている。

米国経済の主なりリスク要因は3つ。まず第一に、米中貿易戦争がある。これによる世界貿易の縮小が米国企業の生産性を低下させたり、悪性インフレ(輸入インフレや単位労働コストの上昇)が企業収益を悪化させたりする可能性である。第二には、財政の崖がある。トランプ大統領による減税やインフラ投資などの政策効果が切れるリスクである。そして、第三にはFRBの利上げの累積的な効果がある。金利敏感な住宅投資は既に減少し始めた。これらそれぞれが景気を下押しすることは確かであり、今後、米国の経済成長率は低下していこう。

ただし、OECDの分析に基づけば、米中貿易戦争が米国の成長率に与える影響は▲0.2%pt、財政の崖は▲0.4%pt程度である。また、FRBの利上げの影響は、仮に住宅投資が▲10%の減少となった場合でも▲0.3%pt程度だ(図表1)。

これら全てが同時に襲い掛っても米国のGDP成長率(前年比)は足下の3%から2%へ低下する程度である。もちろん、米国の企業努力や財政・金融政策による対応でこれらの影響は縮小すると思われる。今後見込まれるのは、あくまでも「景気減速」であって「景気後退」ではない。

図表1: 米国景気のリスク要因と影響度

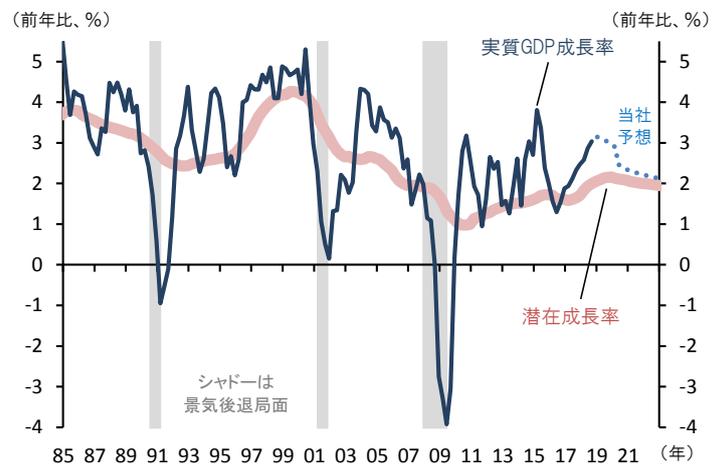
①米中貿易戦争	▲0.2%pt
・ OECDの試算(対中輸入全額5,170億ドルに25%課税)	
②財政の崖	▲0.4%pt
・ OECDの財政収支見通しに基づく試算	
③FRBの利上げの累積効果	▲0.3%pt
・ 住宅投資が前年比▲10%の減少	

出所: OECD, SFH

景気後退と景気減速の違い

では景気後退とはどのような姿だろうか。過去を振り返ると、それは、GDP成長率(前年比)が潜在成長率を大きく下回り、マイナス圏に入るような状況であった(図表2)。他方、潜在成長率より高い位置でGDP成長率が低下するのが景気減速である。

図表2: 景気後退期はGDP成長率が潜在成長率を下回る



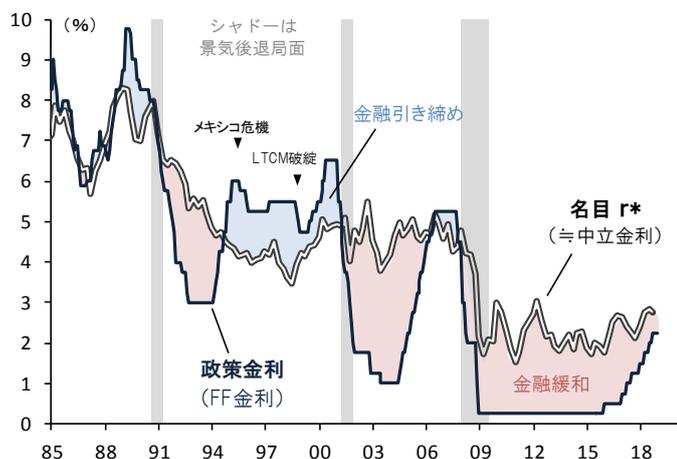
出所: CBO, BEA, SFH

すなわち、景気後退とはGDPギャップが悪化する状況、景気減速とはGDPギャップの拡大ペースは鈍化するが、拡大自体は続く状況、と整理できる。

景気後退期の金融政策

では、景気後退が見えたとき、金融政策はどう動くだろうか。金融政策のスタンスは政策金利と中立金利の距離で測ることが出来る。ここで、中立金利とは経済成長を加速も減速もしない政策金利水準であり、その目安の一つに「名目 r^* 」がある。これは自然利子率の推計値である r^* にコアPCEデフレーターの前年比を加えたものだ。過去の政策金利の推移をみれば、景気後退が予見されるときにはFRBは中立金利(名目 r^*)を大幅に下回る水準まで政策金利を短期間に引き下げてきた(図表3)。

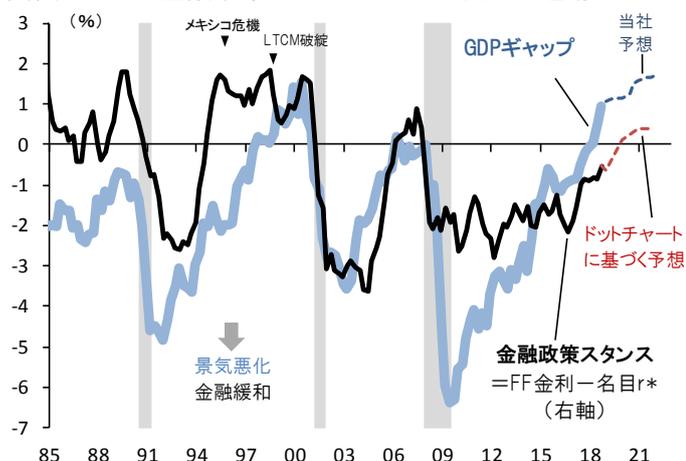
図表3:FRBの金融政策～政策金利と中立金利の距離感



注: 名目r*はLaubachとWilliamsによる自然利子率の推計値(r*)にコアPCEデフレーターの前年比を加えたもの。中立金利の目安の一つ
出所:SF連銀、BLS、FRB、SFH

ただ、どこまでの利下げが必要かは景気の悪化具合によって異なるため、事前にはわからない。そこで、経済全体の需給バランスを表すGDPギャップをベンチマークとするのが一つのアイデアだ。図表4に見るように、GDPギャップと金融政策スタンス(=政策金利－中立金利)は連動している。この先景気後退が予想されるなら、FRBはすぐに利上げを打ち止めにするだろう。しかし、景気が「減速」に止まるなら、GDPギャップの拡大は続くため、FRBが金融政策スタンスをハト派化する必要はない。なお、90年代前半の金融引き締めは、GDPギャップとの対比では明らかに行き過ぎであった。過度な利上げによる米金利の上昇がメキシコ通貨危機や、アジア通貨危機後のLTCM破綻に繋がっている。一方、足下の金融政策スタンスはGDPギャップから見れば依然として緩和的であり、利上げが不十分であるとさえ言える。

図表4:FRBの金融政策スタンスはGDPギャップと連動



注: 金融政策スタンス=FF金利－名目r*、正なら引き締め、負なら緩和
出所:SF連銀、BLS、CBO、BEA、FRB、SFH

パウエル議長が重視するのは透明性より柔軟性

しかし、パウエル議長を始め、FRB高官の発言には変化が見られる。金利上昇の影響が住宅市場など一部の金利敏感セクターで顕在化してきたこともあり、「政策金利が中立金利に近い」との発言が相次いでいる。一連の発言は、利上げが終盤に差し

掛かっていることを示唆するものであり、そろそろ漸進的な利上げ(四半期ごとの機械的な利上げ)を終えるとの意思表示と解釈できる。またパウエル議長は、今後は「物価、金融、雇用のデータを注視」するとしており、実務家として、経済データをよく見ながら景気動向に合わせた利上げのストップ・アンド・ゴーを行っていく構えだ。パウエル議長は透明性より柔軟性を重視した政策運営を行う模様である。それゆえFOMCでは引き続き「政策金利見通し(ドットチャート)」が提示されるにしても、それに沿った利上げが行われるかはわからず、またドットチャート自体が今まで以上に変動しやすくなると思われる。

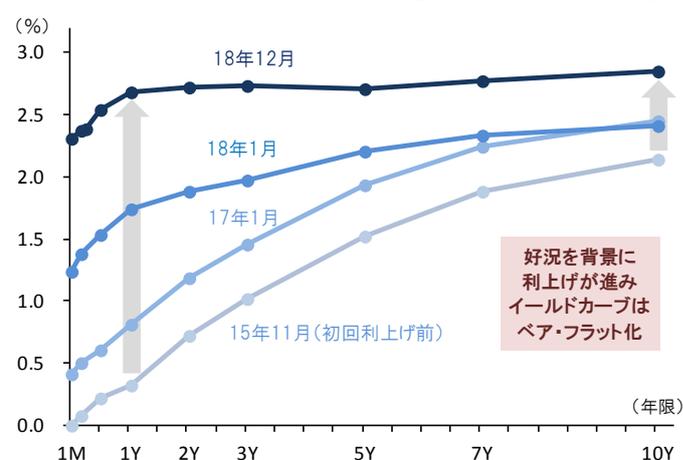
パウエル議長が重視する経済データとは？

なお、パウエル議長は「金融」のデータを注視するという。従来、FRBは自らの責務は「雇用の最大化と物価の安定」であり、金融の安定は金融政策ではなく、規制などのマクロプルーデンス政策でコントロールするとのスタンスであった。このような従来のFedビューに固執しない姿勢もパウエル議長らしいと言える。

金融政策を占う上では、雇用統計が最も重要な経済データであったが、今後、金融データは何を見ていけばいいのだろうか？ 筆者は、第一にイールドカーブの形状(長短金利差)、第二に金融環境指数であると考え。もっとも、長短金利差の縮小が景気後退のシグナルかどうか、という話ではない(この点については『逆イールド警戒論への終止符』Economic Data Watch、2018年7月19日を参照)。

15年12月以降、FRBは好景気を背景に利上げ(金融政策の正常化)を行ってきた。FRBが利上げを行えば、政策金利に近い短期金利が押し上げられる一方、利上げの効果で将来の成長期待やインフレ期待が抑制されるから長期金利はあまり上昇しない。結果として米国債のイールドカーブは全体として上方にシフトしつつ平坦化するベア・フラット化が進み、長短金利差(10年－2年)が縮小してきた(図表5)。利上げに伴う長短金利差の縮小は「景気後退の原因」ではなく、「景気拡大の結果」といえる。

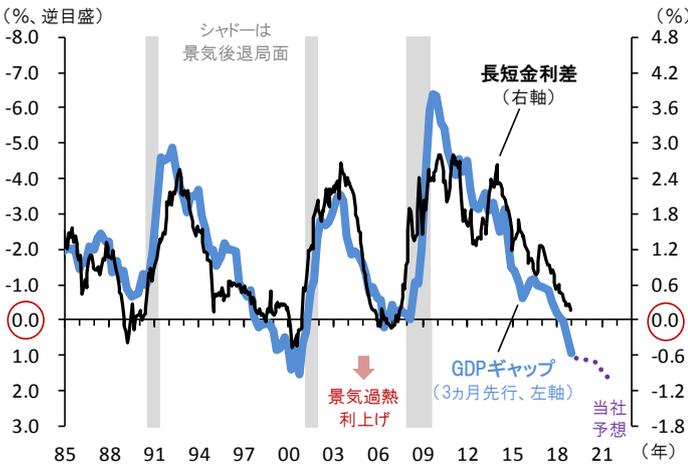
図表5:イールドカーブのベア・フラット化は「景気拡大の結果」



出所: Bloomberg、SFH

過去を振り返ると、GDPギャップと長短金利差が連動してきたことがわかる(図表6)。このことは過去のFRBの利上げが景気の過熱度合(インフレ昂進・雇用逼迫)に合わせて適切に行われてきたことの証左である。

図表6: 長短金利差とGDPギャップ



注: 長短金利差は米国10年債利回り-2年債利回り
出所: FRB, CBO, SFH

また、GDPギャップの拡大が続くなら、雇用逼迫やインフレリスクが高まるため、FRBが利上げを継続することが妥当であり、その結果として長短金利差がマイナスになるのは何らおかしいことではない。言い換えれば、GDPギャップに見合った利上げを行った結果として逆イールドが発生しても、それが利上げの行き過ぎや景気のオーバーキルを意味するものではない。

むしろ、逆イールドを警戒し、FRBが適切な利上げを行わなければ(あるいは市場が利上げの打ち止めに催促すれば)、景気は過熱し、後により厳しい引き締めを招くことになるかもしれない。景気後退に陥らないのであれば、利上げの継続が妥当である。

金融環境は引き締まっていない

次に、もう一つの金融データである、金融環境指数をみる。シカゴ連銀が発表するこの指数は、金融市場のリスク、クレジット、レバレッジなどを示す指標を標準化し加重平均したもので、**金融市場の引き締め度合を計るものである。**

図表7: 金融環境指数(NFCI)の主な構成要素

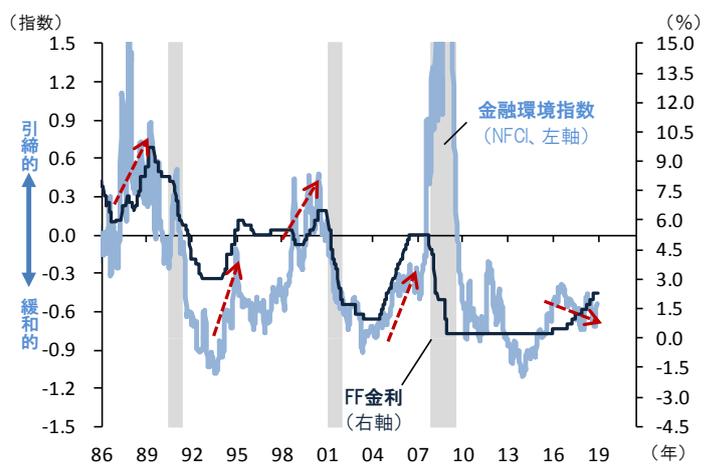
Risk	
VIX指数 (株式市場のオプションボラティリティ)	
MOVE指数 (債券市場のオプションボラティリティ)	
TEDスプレッド (3M Libor-Treasury)	
⋮	
Credit	
銀行の貸出態度	
信用スプレッド (Baa格社債利回り-10年国債利回り)	
ハイイールド債のCDS (破綻保険料)	
⋮	
Leverage	
レシオケータ (金融株/S&P500)	
GOLDや原油等の先物市場の厚み (bit-ask spread等)	
⋮	

出所: シカゴ連銀, SFH

主な構成要素として、リスク指標では株式市場や債券市場のボラティリティを表すVIX指数やMOVE指数、金融システムリスク(カウンターパーティリスク)を表すTEDスプレッドがある。クレジット指標では銀行の貸出態度やハイイールド債の信用リスク指標が含まれる。レバレッジは金融株の相対パフォーマンスや先物市場の厚みを表す指標が含まれる(図表7)。

この指数は上昇すれば金融環境の引き締めりを、低下すれば緩和を示す。図表8に見るように、過去は利上げを行えばそれなりに金融環境が引き締められ、利上げの打ち止めに繋がっていた。しかし、足下では既に8回の利上げが行われているが、金融環境はほとんど引き締まっていない。このことは図表4や図表6でみたことと整合的であり、政策金利水準が低く、GDPギャップが示す景気の温度に見合った利上げが行われていないことを意味している。この点でも、いまFRBが利上げを打ち止めにしたり利上げ回数見直しを減らすような状況ではないといえる。

図表8: 累次の利上げでも金融環境は依然緩和的



出所: シカゴ連銀, FRB, SFH

12月FOMCの注目点

12月18~19日のFOMCの注目点は、①利上げが決定されるか、②「一段の漸進的な利上げを継続」との声明文が修正されるか、③来年以降の利上げ見直し(ドットチャート)が引き下げられるかである。

当社は①12月利上げを決定と、②「一段の」の削除を予想するが、③現時点ではドットチャートの引き下げは必要ないと考えており、来年の利上げは3回(6、9、12月)との予想は変更していない。一方、FF金利先物にみる来年の利上げ回数は約1回まで低下している。株式市場もハト化を催促しているようだ。そのため、今回、ドットチャートが引き下げられる可能性があるが、その場合は引き上げもまた柔軟に行われることになるのではないかと。



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

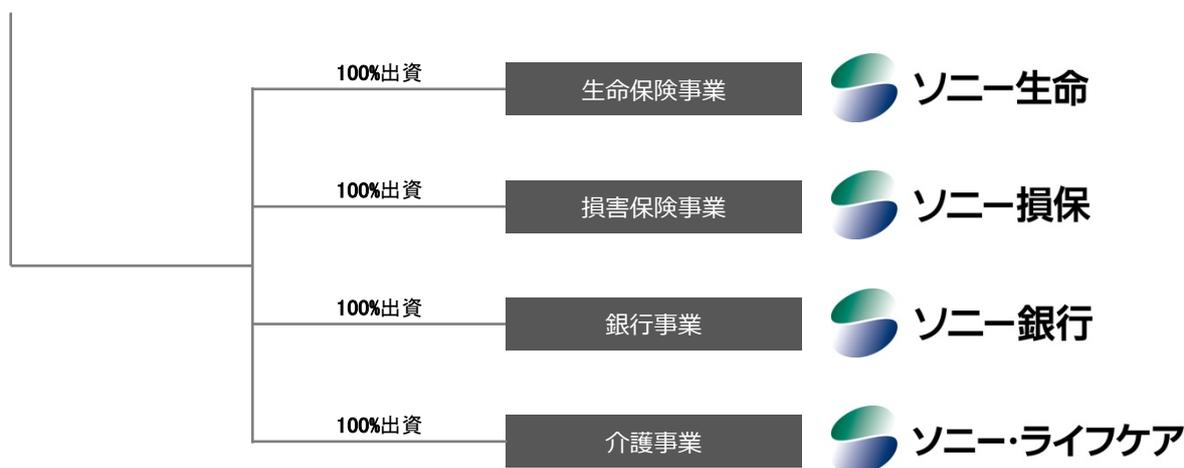
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>