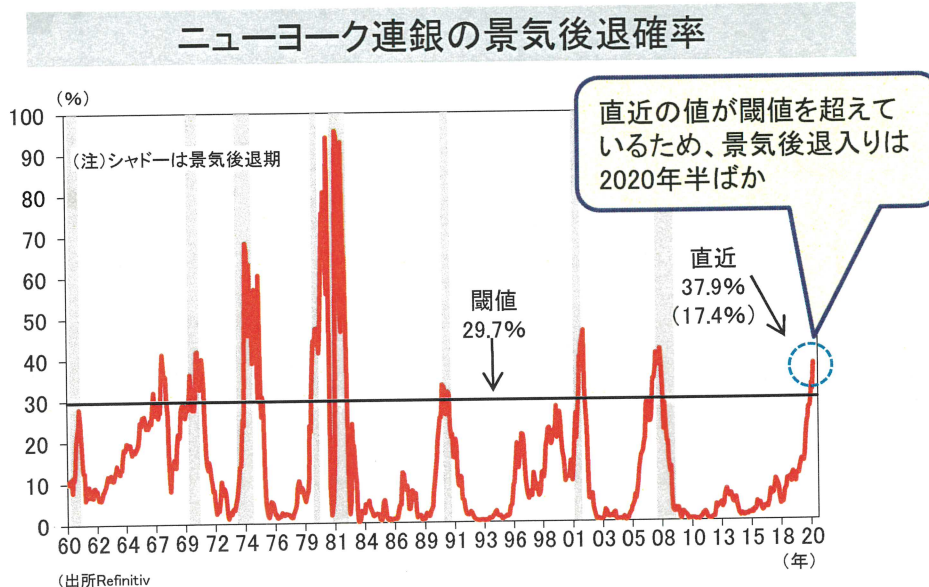


10年金利から短期金利（FFレート）を引いて、その差をグラフにするとこうなります。シャドーが景気後退期ですが、景気後退の前にこのスプレッドがマイナスになる、つまり、短期金利が長期金利を追い越すという現象が起きています。実は、今年の3月下旬、短期金利、FFレートも3カ月物金利も長期金利を上回りました。

何でこんなことが起きるのか、ということですが、ざっくり申し上げるとこうです。まず、景気は必ず循環します。中央銀行には、景気循環をなだらかにするという責務がありますから、いずれ景気後退が来るとわかっていれば、当然、景気の良い時になるべく利上げをしておいて、景気後退期に緩和するための準備をしておく必要があります。

アメリカではFRBが景気の良いときに比較的きっちり利上げをします。単なるタカ派、ハト派という話ではなくて、景気後退が来るとなったときに思い切りハト派になりたいから、景気の良いときにタカ派になるわけです。ですから、アメリカでは景気拡大期がずっと続きますと、終盤になって意外と早いペースで短期金利が上がっていく。一方、長期金利は、政策というより、景気とかインフレとかで決まります。ですので、景気がスローダウンしてくると長期金利の上昇がとまる。その結果、やがて短期金利が長期金利に追いついてしまうのです。そのうち景気後退が来るとFRBは利下げモードに転換しますから、速いペースで短期金利が下がっていく。そして、長期金利を勢いよく追い越して正常な姿に戻る、という運動を繰り返しているということです。その長短金利の逆転が今、起きてしまったわけです。

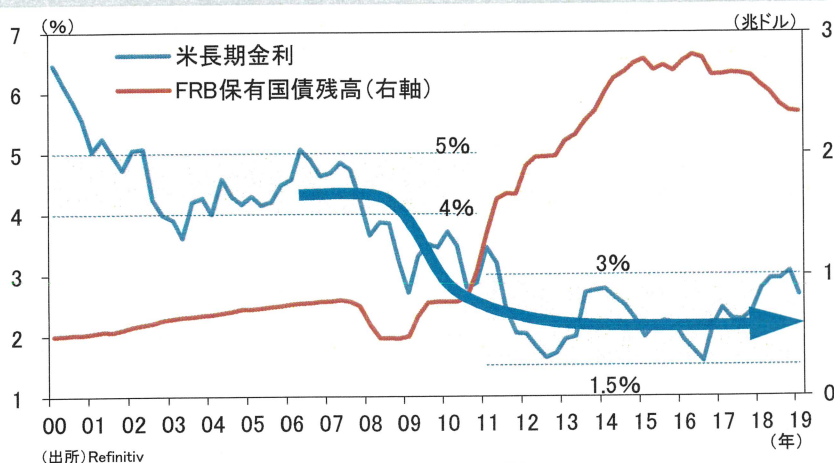
さて、ここでちゃぶ台返しです。ニューヨーク連銀の景気後退確率というのがあります。



彼らも長・短金利の逆転を非常に重視していて、10年金利を3カ月物の金利が追い越すと景気後退になるという経験則をモデル化し、景気後退確率を計算しているわけです。その景気後退確率が閾値である29.7%を上回りますと、翌年、確実に景気後退になると、そういう代物です。グラフをご覧くださいと、足元が37.9%。これは8月の値ですが、すでに閾値を超えています。つまり、来年がやばいと、この指標からはそういうインプリケーションが出てきます。

しかし、それを鵜呑みにして良いのでしょうか。今、米国債は、皆さんご存じのとおり、中央銀行であるFRBが大量に買い込み、保有しています。

米国長期金利とFRBの国債保有残高

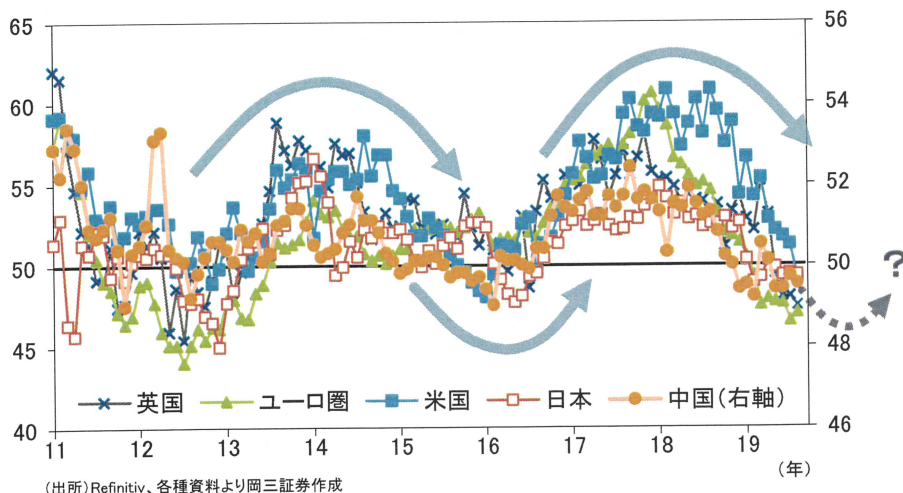


アメリカではリーマンショックの後、QE 2と呼ばれる量的緩和策を、2010年11月からやりました。それ以降、相当早いペースで国債残高が積み上がりまして、テーパリングをやっているとはいえ、いまだに2兆ドルを超える国債を抱えています。その結果、長期金利には相当な押し下げ効果が働いています。推計すると、アメリカの10年金利は1%程度、FRBが押し下げていることとなります。昨日、アメリカの10年金利は1.8%ぐらいでしたから、量的緩和をしていなければ2.8%ということになります。そういうことを勘案して景気後退確率を計算し直しますと、ここに小さく括弧で書いている17.4%になると、37.9%ではなく、本当は17.4%くらいで、閾値の29.7に比べてまだかなり低いということになります。たしかに景気後退になる確率自体は高まっていますが、来年景気後退というのはさすがに言い過ぎではないのかと、最近、投資家の皆さんに説明しています。

今、マーケットは景気後退をはやして、FRBに利下げを催促しているわけですが、おそらく今晚、FRBは0.25%の利下げを行うでしょう。10月もやるとマーケットは見ていますが、さすがにやり過ぎではないかと、私は思います。前回、利下げを7月にやったわけですが、パウエル議長は記者会見で、实体经济はしっかりしていると説明した上で、保険的に利下げしたと説明しました。今晚、同じように保険的な利下げを再びやるとは思います。10月までやるという見方は若干少なくなってきました。

では、景気後退はいつ来るのでしょうか。アメリカにエド・ハイマンさんという著名なエコノミストがいらっしゃいます。彼は、彼なりに根拠を持っていろいろ計算をして、2023年まで景気後退は来ないと主張されています。長短金利も重要な指標ですが、さっき申し上げたとおり、それが当てにならないとすると、私も別の考え方はないのかと頭をひねってみました。

PMI製造業景気指数



ここにPMIという、日銀の短観みたいな、アンケート結果を掲載しました。マークイットという会社が各国でやっているのですが、製造業の購買担当者に対して景況感を聞いたアンケート結果です。ここにありますとおり、イギリス、ユーロ圏、アメリカ、日本、中国と一緒にグラフに書くところになります。おもしろいと思いませんか。2つ特徴が見てとれます。まず1つ目、みんな同じような動きをしています。リンクして動いているように見えます。製造業ですので、財を生産している企業なわけですが、財というのは、当然、国内向けもあれば海外向けもあります。貿易を通じて、製造業の景況感はこちらやってリンクして動くわけです。非製造業で同じ絵を書きますと、こんなふうには書けません。ばらばらです。

2つ目の特徴、循環しています。よく見ると、3年周期で循環しているように見えます。景気循環理論の世界では、3年周期が一番短い景気循環で、昔から在庫循環と言われていました。循環のボトム、例えば12年末から13年にかけて、16年前半、そして19年前半ですが、各国の政策当局が、同じような政策対応をしてきていることにお気づきでしょうか。

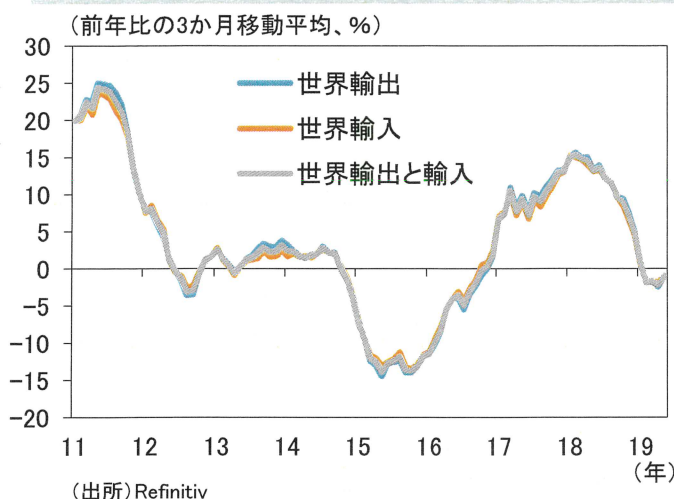
2012年を思い出してください。第2次安倍政権が成立したのが12月26日です。アベノミクスがスタートして補正がいきなり打たれ、2013年1月22日には当時の日銀総裁、白川さんのときに2%のインフレターゲットが採用され、3月20日に黒田総裁が就任されてQQEと呼ばれる異次元緩和がスタートしました。このように、日本の財政金融政策が大きな節目を迎えています。2016年の初頭を思い出してください。2016年1月29日、黒田日銀がマイナス金利政策を採用しました。中国では大型のインフラ投資、アメリカではFRBが2015年12月に利上げをした後、株価が急落したので利上げをストップしました。今年もFRBは7月に利下げに移行しました。中国でも減税だけでなくインフラ投資をやろうという話になっています。金融緩和もしています。同じような政策対応を3年毎に繰り返しているのです。

であれば、景気はこれから回復していくんじゃないのと、今、巷では非常に悲観的な見方が多くなっているのですが、あえて私はこう言うようにしています。19年に底を打ってあと3年持つわけです。足し算してください。19年プラス3年、22年まで大丈夫ですよ。もちろん当たらないかもしれませんが、それは結果を見てもないとわかりませんが、景気循環を重視するのだったらこれから回復だし、プラス3年すると22年まで大丈夫という話になる。エド・ハイマンさんの23年と近いわけです。

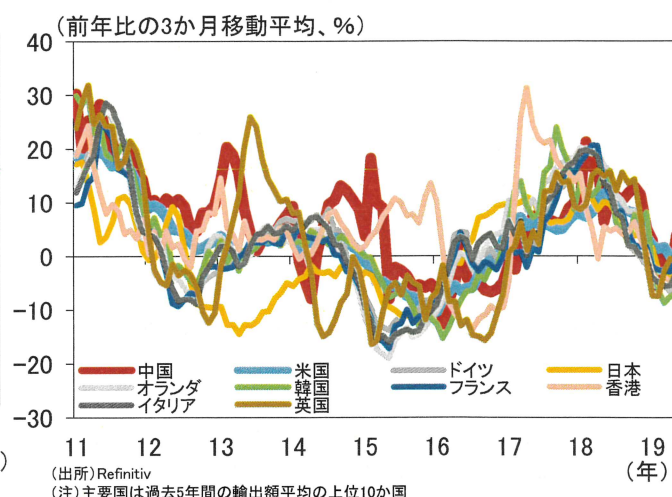
【貿易戦争】

さて、貿易戦争です。皆さん非常に懸念されていると思います。私も本当にこれはリスクだと、「トランプ大統領、いったい何するのよ」という話です。実際に保護貿易主義がどういう影響を及ぼしているか、簡単にここでご紹介しておきます。世界の貿易額をIMFが公表していますので、グラフにしてみました。

世界の貿易金額



主要国(上位10ヶ国)の輸出額



世界の貿易額の前年比を見てみたのですが、18年中はずっとプラス幅が縮小していき、それが景気鈍化によるものなのか、米中貿易戦争の影響によるものなのか明確にはわかりませんが、足元下げがとまっているのは事実です。輸出額の上位10カ国を見ても、足元リバウンドしています。トランプ大統領が関税第4弾とかやっているわけですが、もうシャンシャンで終わって欲しい。そうなればこのまま回復していくのと思います。いずれにしても、足元明るい動きが出てきているということだけは紹介しておきたいと思います。

【金融政策】

残った時間で金融政策についてお話しします。繰り返しになりますが、まず今晚、アメリカの中央銀行であるFRBは0.25%利下げするでしょう。最大のポイントは、今回はパウエル議長の記者会見です。10月もするのか、しないのかにマーケットは注目しています。それに関して、パウエル議長がどういうメッセージを送るのかということ。やらなさそうだな、ということになれば、マーケットも少しネガティブな反応をするかもしれません。

その後、明日午後になりましたら、日本銀行の金融政策決定会合の結果が出ます。会合は明日9時からスタートして、第1ラウンドで景気と物価の話をする。第2ラウンドで、金融政策に対する意見を開陳して、最後に黒田総裁が議長提案をして、決済されます。それが明日行われます。

中央銀行のコミュニケーションスタイルは、国によって違います。FRBの場合は事前に市場に織り込ませます。パウエル議長の議会証言、記者会見などでの発言を聞いて織り込んでいくわけです。FOMCの前にほぼ織り込ませておいて、アクションを起こした後は無反応。これがFRBのコミュニケーションスタイルです。

その対極にあるのがECB、欧州中央銀行です。ただ、先般、ドラギ総裁はFRBみたいなことをやりました。12日のことですが、事前に言っていたとおりのことをやりました。ECBの中では反対派も結構いたと聞いていますが、マイナス金利の深掘りをやったわけです。

さて、日銀です。マイナス金利を深掘りするというのは非常に批判が強い。副作用が強いわけです。日本銀行としては手が無いのが実情で、もし為替が円高になってしまったら、何をするかという話になっています。

アメリカのFRBは景気の良いときに、着実に利上げをしてきました。今回で言うと、2.5%まで上げました。日銀は景気拡大の間もインフレターゲットの2%に到達しませんでしたから、マイナス金利でじっとしています。次は景気後退だとなったときに、FRBはのりしろが2.5%

あります。こっちは手が無いわけですから、日米での金利差が縮小します。お金は金利の高い方を好みます。アメリカの金利が高くなると、円を売ってドルを買って、アメリカの国債を買うということになります。したがって、向こうの金利が高いうちは円安圧力が掛かります。逆になれば、巻き戻しが起きますので、日米金利差が縮小すれば円高になります。これからアメリカは利下げモードでしょうから、普通に考えると円高になるんじゃないの、という話になってきます。

なぜ「物価安定目標」が2%なのか

1. 物価指数のバイアス
2. 政策対応力の確保(のりしろ)
3. グローバルスタンダード

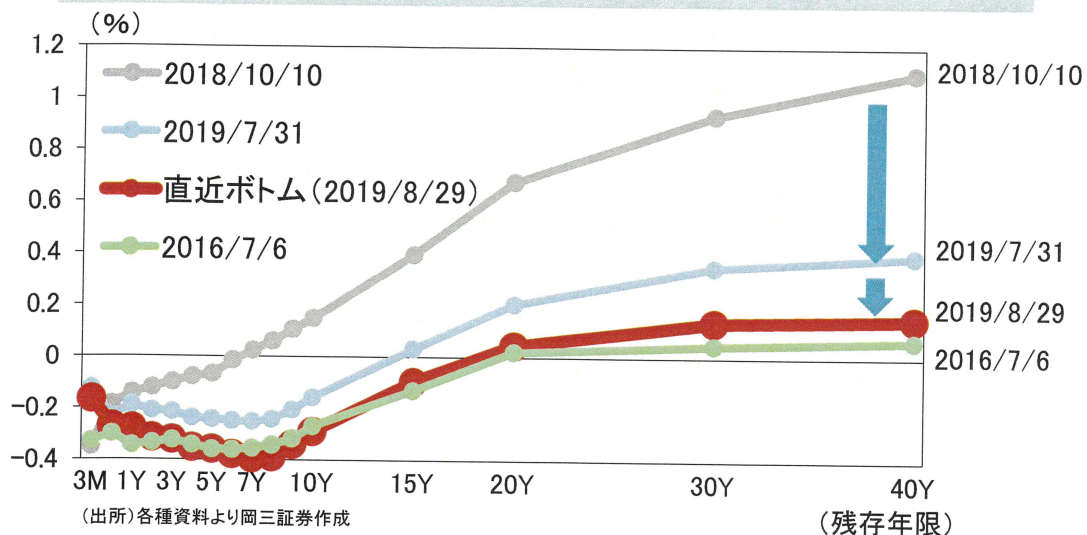
では、そもそも何で日銀は無理な2%を設定しているのか。日銀の公式答弁を私なりに咀嚼して解説させていただくと、13年の1月22日、白川総裁のときに2%を採用したわけですが、白川総裁の説明は今と違いました。3番目が違うのです。3番目は「国民の物価感」という、国内問題として処理されていました。ところが、今の日銀は、公式答弁として「グローバルスタンダード」と言っています。簡単な算数で説明できますので、少しお付き合いください。日本の物価=為替レート×アメリカの物価、これです。

今、日本の物価が100円とします。そのときアメリカの物価が1ドルとしますと、イコールが成立するためには為替レートは1ドル100円です。もし、アメリカの物価が1ドルのままで、日本の物価が70円、つまり3割デフレになったとしましょう。為替レートは幾らになりますでしょうか。1ドル70円です。100円から70円に円高になってしまふ。日本だけがデフレになると円高になる。これが購買力平価の議論の本質です。これをグローバルスタンダードと言っているわけです。ECBも2%、FRBも2%、日銀だって2%を目指さないと円高になってしまふでしょと。だから、グローバルスタンダードに合わせて2%にします、これが今の日本銀行の説明です。

国際金融論の中には、トリレンマという議論があります。資本移動の自由、為替政策、金融政策、この3つは同時に成立しないという議論です。日本では、資本の移動は自由です。それは前提ですから、金融政策と為替政策は両立しないということになります。今、日本銀行がやっていることは、金融政策という名前のついた為替政策ではないかと。私の考え方はそうです。なので、2%の旗は降ろせず、どんどん副作用がたまっていくということが起きています。

円高になったときに打つ手があるのか、深掘りしかないと思いながら、でも副作用が強いので、その対応も同時にしなければいけない。そんなことが日本銀行の中で考えられているのではないのでしょうか。本音ではやりたくないのかもしれませんが、いざとなったら深掘りをやりますというメッセージを出す、副作用への対応と合わせて検討していきますみたいな、何らかのアナウンスがもしかしたらあるかも、ということが言われておりますので、明日の声明文を見て、現状維持かどうか、それから総裁記者会見で黒田総裁が何かおっしゃるかどうかが、今、マーケットでは非常に注目が集まっています。

日本国債 イールドカーブの推移



特に、イールドカーブが問題です。イールドカーブが非常に沈んでいるので、ボトムを付けた8月29日の赤いラインですが、沈み過ぎて金融機関を苦しめている。足元は少し上に行っているわけですが、これをどうするのかという問題。それから、シカゴの通貨先物市場を見ますと、久方ぶりに投機筋のポジションが円高に傾いています。これは2016年以來のことです。ですので、円高圧力がそろそろ強まってしまわないかという見方も片方にあって、日銀の中では最終的に深掘りということになってしまうかもしれない、という思いがあるようです。であれば、副作用に対応することも抱き合わせでやらなければいけないということです。

長々と好き勝手なことを申し上げました。ご清聴、誠にありがとうございました。

— 了 —