



2019年1月30日

## 2019年初の「不確実性」とFRBの政策スタンス

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 主任研究員 武田 紀久子

経済学では、危険性や不安がある状況を「リスク」と「不確実性」に区分して分析する。確率によって予測できるのが「リスク」であり、例えばカード・ゲームのように、限られた選択肢の中から、次に何が起きるか大まかな予測が成り立つ状況を指す。確率として予測が示されるのであれば、その事象が引き起こす影響の分散や削減、或いは、ダメージをある程度許容して備えることなど、管理が可能になる。そして、管理できているという信頼感があれば、多くの場合、不安心理が過度に増幅・拡散することも避けられる。

一方、何が起きるか判らない「不確実性」は、確率的事象ではない。不安や危険の度合いを定量化できないため、この先起こり得る事態に対し、合理的に備えることができない。そればかりか、事後的にできえ論理的で納得感のある説明が難しく、不安心理の連鎖に陥ってしまう。2019年に入り早くも1ヵ月近くが経過したが、グローバルな株価の大幅調整、円相場の急騰、そして、これらの引き金となった米中経済の失速懸念の強まりなど、波乱の幕開けとなった金融経済情勢は、正に「不確実性」が今いかに強いかを再認識させるものであった。

不確実性の背景にある最大の要因は、米トランプ政権の政策運営であり、より具体的には、①これが引き金となって米国内外で想定外の景気失速が起こることへの懸念、②事態を強く警戒する金融市場の混乱に拍車がかかり、市場変動による信用・流動性不安や逆資産効果が拡散してしまうこと、そして、③こうした金融環境の悪化が投資・消費へのダメージとなって、実体経済が下押しされる負の連鎖が発生する事態への危機感、などである。

もっとも、小康を得ている今、改めて昨年末以降の展開を振り返ると、上述の②、すなわち、金融市場の反応だけが、先行的、且つ、やや過剰に発生してしまった印象は強い。例えば、要である米国経済については、生産・在庫サイクルがグローバルに循環的な調整局面入りを兆していることで、米製造業の拡大モメンタムも鈍化している。しかし、今のところ「失速」と判定できるようなハードデータが出揃ってはおらず、全体としてみた米国の経済活動は、依然として拡大基調を維持している。図1は、米経済の代

表的な先行指標である ISM 製造業景況指数と S&P500 株価指数の変化率をプロットしたものの。ソフトデータである ISM 指数は確かに急落（59.3→54.1）しているが、それでも、株価が2015-16年のチャイナ・ショックに並ぶ下落率を示している状況に比べれば、その調整は未ださほど深いものとは言えない。

<図1 米国の主要株価（S&P500）と業況指数（ISM 製造業景況指数）>



(出所 Thomson Reuters より IIMA 作成)

また、例えば IMF が今年 1 月に発表した恒例の世界経済見通し (WEO) についても、報道等では専ら下方修正された事実ばかりに関心が寄せられていたが、2019 年のグローバル成長見通しである 3.5%は、そもそも世界全体の成長速度としてさほど悪い数字ではなく、ほぼ長期平均に並ぶ水準である<sup>1</sup>。こうして概観すると、実際に「金融市場」が織り込んでいるほど深刻に「実体経済」が悪くなっているという証左や見通しはさほど多くない。その意味では、むしろ、過剰反応しがちな市場の混乱によって実体経済がダメージを受けてしまう負の連鎖の方をより懸念すべきなのかもしれない。

もっとも、この先について、少なくとも次に述べる 2 つの点で、極めて不確実性の強い展開を、引き続き覚悟する必要があるだろう。1 つは、当面の米国経済動向である。米国の第 1 四半期の経済指標は、雇用統計を筆頭事例として、冬場の悪天候の影響もあって、実勢より弱めに出る傾向が強い。その上、今年は史上最長の政府機関の閉鎖による影響がその見極めを一層難しくしている<sup>2</sup>。結果として、米経済活動については「実際のところ何が起きているか正確に判らない」「コンセンサスが定まらない」状況が続く。年初の FF 金利先物市場では、2019 年中の利下げを 50%近い確率で織り込む場面もあったが、株式市場のみならず、金利、そして、為替も含めた金融市場の“過剰反応”が、当面続いてしまう蓋然性は高い。

<sup>1</sup> IMF (WEO) で示されるグローバルな経済成長の平均値は、1980 年以降 (~2018 年) 3.48%、2011 年以降 (同) 3.63%となっている。

<sup>2</sup> 特殊要因で判断が難しい、という点ばかりではなく、統計発表そのものが政府機関閉鎖の影響で延期されている。既に貿易収支、住宅着工、製造業受注等の公表が停止されたほか、本日 1/30 発表予定であった 2018 年第 4 四半期 GDP 速報は、算出する基礎データの不足もあり、2 月上旬へ発表延期の見通し。

もう1つは、金融市場の価格形成そのものについてである。今年1/2（水）の海外市場取引時間帯に発生した円相場のフラッシュ・クラッシュに見られる通り、金融市場は必ずしも常時、有意な情報やシナリオを織り込んで変動しているわけではない。市場の価格形成において、アルゴリズム（AI）等の判断とヒューマン（人間）のそれが行き違う一種のテクニカル・エラーが少なからず発生しており、それによって単に市場の取引値幅や変動速度が増幅されるばかりか、「一体何が起きたのか判らない」事態に追い込まれる。そうした一幕が、あたかも市場が何か重要な情報を先行的に織り込んだかのような誤解を与え、結果として、一層不確実性が煽られてしまう可能性がある。

なお、日本時間明日1/31（木）未明には、今年最初の米FOMCミーティングの結果が公表され、また、今回合会から毎回実施されることになったFRB議長による記者会見も行われる。最近のパウエル議長の発言は振れ過ぎているとの指摘が一部にあるが、上述の不確実性に直面している苦しい事情は、FRBも市場参加者と同じである。加えて、同議長は前任のイエレン氏、或いはバーナンキ氏のように経済学者のバックグラウンドをもたない実務家出身である点にも鑑みれば、モデルに基づく理論値やリスク分析に準拠してある程度事前に政策シナリオを共有するような「経済学者的アプローチ」ではなく、金融環境も含む諸指標を総合的にみながら柔軟に判断を下すプラクティカルなアプローチを採ることは十分に首肯できる。こうしたスタイルそのものが市場のボラティリティを高めてしまう面は否めないが、市場参加者はFRBが「実務家的アプローチ」へ傾斜している現実を踏まえた上で、1つ1つの議長発言を針小棒大にあげつらうのではなく、FRBの情報発信を一定期間観察した上で、やはり“総合判断”する必要があるように思われる。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。