

みずほマーケット・トピック(2016年9月13日)

ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～

昨日のブレイナード理事の講演は以前の同氏のスタンスから些かも変わらないばかりか、何故そこまで慎重(ハト派)なのかが、論点を絞って非常に分かりやすく整理されている。早期利上げの正当化どころか、ハト派であることの正当性を肅々と主張し、ハト派としての矜持を見せつける講演であったように思われる。本欄でも繰り返し論じているように、FRBの正常化プロセスは「有りもしない正常(normality)」への回帰を夢想しているようにも思え、どうしても「将来利下げするために利上げしたい」という糊代論が見え隠れする。そのような政策運営は無理筋であるということが、今回のブレイナード講演で総括された印象。講演の中で、ブレイナード理事はドル高への警戒を露わにしておき、「弱い海外経済の状況で利上げをすればドル全面高となり、米経済にその弱さが波及する」というスタンスを確認している。これは本欄で見通しの根拠にしてきた「ドル高の罠」の考え方と本質的に全く同じ。今後1年も、こうした論理展開は重要な意味を持つだろう。

～「勝手に期待して、勝手に失望しただけ」～

昨日の金融市場は注目されたブレイナードFRB理事講演がハト派寄りの内容であったことを受けてドル売り、株買い、債券買いの動きが強まっている。昨日の本欄でも議論した通り、同氏の従前から主張に関し、連続性を尊重するのであれば利上げを急かすような内容になるはずもなかった。ジャクソンホール経済シンポジウム以降、予定調和的にFRB高官によるタカ派寄りの発言が相次いでいたため、もしやという思惑が市場に生じていた面もあるだろうが、同氏からすれば市場の反応は「勝手に期待して、勝手に失望しただけ」と映ったのではないだろうか。同氏講演を受けて9月利上げ確率は22%まで低下しているが、12月に関しては依然60%弱の織り込みとなっている。しかし、引き続き筆者は年内も、そして来年も利上げは困難(ゆえに円高予想)とのスタンスを崩していない。

～ハト派としての矜持を見せたブレイナード理事～

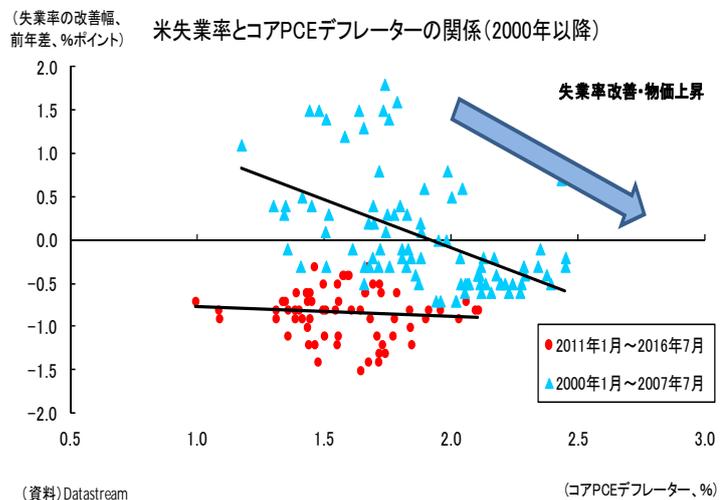
昨日のブレイナード理事の講演は以前の同氏のスタンスから些かも変わらないばかりか、何故そこまで慎重(ハト派)なのかが、論点を絞って非常に分かりやすく整理されている。まず、講演の題名からして『ニューノーマルとそれが金融政策にとって意味するもの(The "New Normal" and What It Means for Monetary Policy)』であり、早期利上げの正当化どころか、ハト派であることの正当性を肅々と主張し、ハト派としての矜持を見せつける講演であったように思われる。2013年5月から進められているFRBの正常化プロセスに関し、「そもそも正常とは何か」を問い直そうとする議論は最近の流行りでもあるが、昨日の講演はそうした議論を丁寧に総括しようとするものであったと言える。本欄でも繰り返し論じているように、FRBの正常化プロセスは「有りもしない正常(normality)」への回帰を夢想しているようにも思え、どうしても「将来利下げするために利上げしたい」という糊代論が見え隠れする。「利上げは連続して初めて円安要因になる」ことを考えれば、やはりFRBの連続利上

げを当てにした円安見通しの策定は殊更難しくなっているのが近年の経済・金融情勢ではないかと思われる。

講演の中心としてブレイナード理事は「ニューノーマルの重要な特徴(Key Features of the “New Normal”)」として 5 点を掲げ、原稿も各項目に区切ってまとめられている。具体的にその 5 点とは、①下振れするインフレ率とフラット化するフィリップス曲線(Inflation Has Been Undershooting, and the Phillips Curve Has Flattened)、②予想されたよりも大きい労働市場のスラック(Labor Market Slack Has Been Greater than Anticipated)、③強い金融市場の波及経路を背景とした海外市場の影響力拡大(Foreign Markets Matter, Especially because Financial Transmission is Strong)、④当面続きそうな非常に低い中立金利(The Neutral Rate Is Likely to Remain Very Low for Some Time)、⑤非対称的な政策オプション(Policy Options Are Asymmetric)、とされている。

～フィリップス曲線のフラット化～

本日の本欄では 5 つの論点全てを議論することはしないが、例えば①のフィリップス曲線のフラット化は金融危機後、明らかに確認されるようになった構造変化の 1 つでもあり、最も重要な論点と考えられる(図)。何故ならば、周知の通り、足許の FRB タカ派にとって最大の拠り所が労働市場の改善(もしくは完全雇用の実現)という論点だからである。労働需給がひっ迫している以上、いずれ賃金経由で一般物価



が押し上げられてくる恐れがあり、だからこそ先取りの(preemptive)に利上げをしなければならない、というのが利上げを主張する向きの最大の根拠である。実際、FOMC 声明文でも冒頭の労働市場に対する評価が常に当該会合の方向感を決するような印象はある。

具体的に、ブレイナード理事は「2012 年以降、失業率が 8.2%から 4.9%へ低下する間にインフレ率は 51 か月連続で 2%ターゲットを下回りました。言い換えれば、フィリップス曲線はかつてよりもフラット化しているように見えます」と述べ、もはやフィリップス曲線が金融政策にとって信頼に足る道標(a guidepost)にはならないとの考えを示している。これを足許の金融政策への「読み」に換言するならば、「もはや労働需給のひっ迫はインフレ懸念に繋がりに得ない」という事実が想起され、「先取りの引き締め政策は説得力に欠ける(the case to tighten policy preemptively is less compelling)」という主張が導き出されることになる。こうした主張を踏まえる限り、少なくともブレイナード理事が 9 月の利上げ提案に賛成する公算は小さい。

～「経済の改善はあくまで緩和スタンスのおかげ」というスタンス～

講演は上記の 5 点を整理した後に、「緩やかな進展を示す最近の動向(Recent Developments Suggest Gradual Progress)」そして「政策的な含意(Policy Implications)」と続く。まず、ブレイナード

理事は近況に関して「FOMC による慎重なアプローチやこれに付随する緩和的な金融状況によって、経済は最近数か月で望ましい改善を見せている」との現状認識を示している。改善の理由として FOMC の慎重なスタンスが挙げられているところがポイントだろう。また、タカ派にとっての最大の論拠である労働市場の状況に関しても、上述のフィリップス曲線フラット化と相まって、楽観視していない様子が窺える。具体的には、「最近の労働市場のデータは完全雇用に向かっていることを示すが、ペースは緩やかなものに止まりそうである。今年の雇用の増勢は月平均 18.0 万人であり、昨年を下回っている。しかし、労働市場のスラックを解消するには依然十分なペースではある」と述べた後、「労働市場は一段と改善の余地がある」と結論付けている。

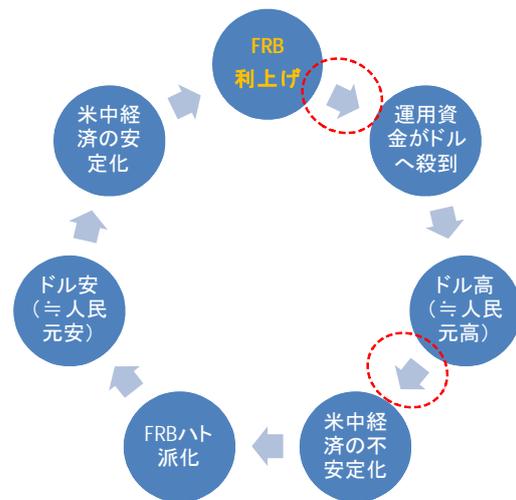
上述した「ニューノーマルの重要な特徴(Key Features of the “New Normal”）」の②では、「経済実態の不透明性があることを踏まえれば、労働市場の重要な、さらなる改善にオープンであるべき」と述べられ、労働市場の改善がある種の臨界点に達し、そこから賃金、一般物価へとインフレ圧力が高まる展開をブレイナード理事はまだ警戒していないことが窺える。「実体経済の改善は FRB の緩和的スタンスによるものであり、労働市場についても改善余地が残されている」というのがブレイナード理事の基本認識ということになりそうである。

～結局は「ドル高の罠」に嵌まる FRB～

こうした弱めの景気認識に加え、為替市場の観点からも目を惹く部分が複数あった。元国際担当財務次官としての本領とも言えるが、ブレイナード理事の講演はすべからず為替に対する言及が他の高官講演よりも多い。同氏がまだ財務次官であった 2013 年 2 月、匿名の G7 関係筋の話として「(2013 年 2 月 12 日の)G7 声明は誤って解釈された。同声明は、円の過度な動きに対する懸念を示すものだった」とロイターが報じ、円相場が急騰するということがあった。コメントの出所がワシントンであったこと、ルー現・米財務長官が議会承認待ちであったことなどから、匿名高官とはブレイナード理事ではないかとの見方が公然と語られるようになった。実際、FRB 理事になってからの同氏の主張を踏まえる限り、その可能性は高いと考えられる。

今回の講演でも、「FRB/US モデルの推計に従えば、2014 年 6 月から今年 1 月までのドル相場上昇は米経済活動にとって、概ね FF 金利にして 200 ベーシスポイントの利上げに相当した」と述べている。その上で「弱い海外経済の成長と過去 2 年に亘るドル高は純輸出、企業収益、設備投資、生産の大きな重石となっている」と述べ、ドル相場や原油価格の安定が安定した成長に寄与すると繰り返し述べている。なお、200 ベーシスポイントの利上げという試算は上述した「③強い金融市場の波及経路を背景とした海外市場の影響力拡大」の中で用いられているが、具体的に同項目では「多くの先進国が需要不足に悩み、政策金利がゼロ近傍にあると

米利上げを巡る悪循環イメージ



(資料)筆者作成

いう事実及びドル建て資産が逃避先として好まれるという事実を合わせ見れば、弱い外需のショックはとりわけドルの価値上昇に影響し、米経済に弱さをもたらす」と述べられている。つまりは、「弱い海外経済の状況で利上げをすればドル全面高となり、米経済にその弱さが波及する」という論点である。正に本欄¹が繰り返し強調してきた「ドル高の罟」(前頁図)の本質部分であり、実際に過去2年の米経済はそれに悩まされてきた。こうした論理展開は今後1年に関しても、重要な意味を持つてくと筆者は考えている。

国際為替部
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。

¹ 例えば本欄 2016 年 5 月 25 日号『米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罟」から抜けられず～』をご参照下さい。このほか、『週刊エコノミスト (2016 年 9 月 20 日号)』でも「ドル独歩高を許容しなくなった米国。連続利上げは難しい」といったテーマで、「ドル高の罟」のイメージ図と共に寄稿させて頂いております。

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/esgn.html>

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|------------|---|
| 2016年9月12日 | 米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～ |
| 2016年9月9日 | 週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～) |
| 2016年9月8日 | 円相場の基礎的需給環境～2016年7月～ |
| 2016年9月6日 | ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～ |
| 2016年9月5日 | 足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～ |
| 2016年9月2日 | 週末版 |
| 2016年8月30日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分) |
| 2016年8月29日 | イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～ |
| 2016年8月26日 | 週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～) |
| 2016年8月24日 | 最近のユーロ相場の状況について |
| 2016年8月23日 | 黒田日銀総裁インタビューを受けて |
| 2016年8月22日 | ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分) |
| 2016年8月19日 | 週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～) |
| 2016年8月18日 | FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～ |
| 2016年8月17日 | 「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高 |
| 2016年8月16日 | リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運 |
| 2016年8月15日 | 本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～ |
| 2016年8月12日 | 週末版(人元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい) |
| 2016年8月10日 | 円相場の基礎的需給環境～2016年上半年期～ |
| 2016年8月5日 | 週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～「失敗の本質」は何か～) |
| 2016年8月4日 | イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～ |
| 2016年8月3日 | 今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味 |
| 2016年8月2日 | 欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～ |
| 2016年8月1日 | 日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分) |
| 2016年7月29日 | 週末版 |
| 2016年7月28日 | FOMCを終えて(7月26～27日開催分) |
| 2016年7月26日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分) |
| 2016年7月22日 | 週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～) |
| 2016年7月21日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分) |
| 2016年7月20日 | 明らかにになり始めたBrexitの下押し圧力について |
| 2016年7月19日 | 「空気を読まない」EU政策当局への危機感 |
| 2016年7月15日 | 週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～) |
| 2016年7月14日 | 危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～ |
| 2016年7月13日 | ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～ |
| 2016年7月11日 | 米6月雇用統計～いよいよ諸観が激しい始めた米利上げ～ |
| 2016年7月8日 | 週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～) |
| 2016年7月7日 | FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～ |
| 2016年7月4日 | 経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～ |
| 2016年7月1日 | 週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～) |
| 2016年6月27日 | Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～ |
| 2016年6月24日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分) |
| 2016年6月24日 | 週末版 |
| 2016年6月23日 | TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～ |
| 2016年6月21日 | 英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し |
| 2016年6月20日 | 英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件 |
| 2016年6月17日 | 週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～) |
| 2016年6月16日 | FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～ |
| 2016年6月15日 | 英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A |
| 2016年6月14日 | ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～ |
| 2016年6月10日 | 週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～) |
| 2016年6月9日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー |
| 2016年6月8日 | 円相場の基礎的需給環境について |
| 2016年6月7日 | イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について |
| 2016年6月6日 | 米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～ |
| 2016年6月3日 | 週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～) |
| 2016年6月2日 | 消費増税先送りと「悪い円安」論について |
| 2016年6月1日 | 年内「最後の円安」に備える時か |
| 2016年5月30日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分) |
| 2016年5月27日 | 週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～) |
| 2016年5月26日 | 投機ポジションにおける「ドル買い」の正体 |
| 2016年5月25日 | 米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～ |
| 2016年5月23日 | 仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～ |
| 2016年5月20日 | 週末版 |
| 2016年5月18日 | 本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～ |
| 2016年5月17日 | ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて |
| 2016年5月16日 | 消費増税先送り報道と市場への影響などについて |
| 2016年5月13日 | 週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～) |
| 2016年5月12日 | 円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～ |
| 2016年5月11日 | 伊勢志摩合意に必要なドイツの説得 |
| 2016年5月9日 | 薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～ |
| 2016年5月6日 | 週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くたったけ～) |
| 2016年4月28日 | 日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は…～ |
| 2016年4月28日 | 週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～) |
| 2016年4月26日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分) |
| 2016年4月25日 | 「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか? |
| 2016年4月25日 | 3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～ |
| 2016年4月22日 | 週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～) |
| 2016年4月21日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～ |
| 2016年4月20日 | ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～ |
| 2016年4月19日 | 震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～ |
| 2016年4月18日 | G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～ |
| 2016年4月15日 | 週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～) |
| 2016年4月14日 | ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状 |
| 2016年4月13日 | 通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ) |
| 2016年4月12日 | 取返して探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方 |
| 2016年4月11日 | 円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～ |
| 2016年4月8日 | 週末版 |
| 2016年4月7日 | FOMC議事要旨(3月15～16日開催分) |
| 2016年4月6日 | ドル/円相場、110円割れの読み方 |
| 2016年4月5日 | 深まるユーロ圏のデフインフレーションとユーロ高懸念 |
| 2016年4月4日 | QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～ |
| 2016年4月1日 | 週末版 |
| 2016年3月22日 | 日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと |