

## みずほマーケット・トピック(2017 年 2 月 15 日)

## イエレン FRB 議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～

上院銀行委員会におけるイエレン FRB 議長の議会証言は「どちらかと言えばタカ派」ではなく「明らかにタカ派」なものの、イエレン議長が想定するであろう「完全雇用という状況がラグを伴ってインフレ率を押し上げる」といった状況が本当に到来するのならば、現時点での引き締め検討は筋が通る。だが、本当にその想定が正しいのかという基本的な問いも必要だろう。かつてブレイナード FRB 理事が指摘したように、米国におけるフィリップス曲線のフラット化や本当の完全失業率はもっと低い可能性は留意する価値がある。また、「ドル高の加速は誰も幸せにしない」という状況が予想される中で、FRB の利上げペースを当然視してよいのかという問題意識はやはり重要。FRB の正常化プロセスはドル全面高が引き起こす様々な問題によってブレーキがかかり、利上げ見通しの下方修正と共にドル/円相場の下値も切り下がる展開を予想したい。

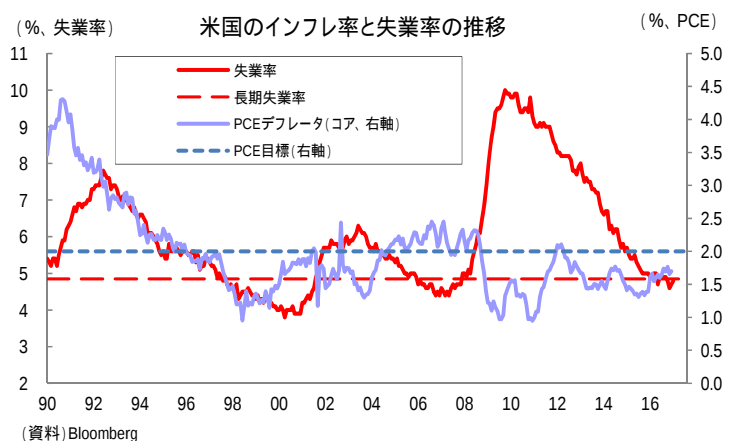
## ～明らかなタカ派～

昨日の為替市場ではドル相場が急伸している。上院銀行委員会におけるイエレン FRB 議長のタカ派寄りの議会証言が材料視された格好である。これまで見られたような「どちらかと言えばタカ派」ではなく「明らかにタカ派」な発言であり、ドル買いでの反応は至極当然と言える。証言を受けて FF 金利先物市場における 3 月 FOMC に対する利上げ織り込み確率は 34%まで上昇しており、ドルは対ユーロで 1.0561、対円では 114.50 円まで買われる展開が見られている。

証言においてイエレン議長は「緩和解除を長く待ち過ぎるのは賢明ではない。待ち過ぎれば FOMC は最終的に急激な利上げを迫られる可能性があり、経済をリセッションに追いやる恐れがある (waiting too long to remove accommodation would be unwise, potentially requiring the FOMC to eventually raise rates rapidly, which could risk disrupting financial markets and pushing the economy into

recession)」と述べ、目先の利上げが必要である旨を主張した。また、それに加え「今後数か月以内にバランスシート戦略について協議する」とも述べ、いよいよバランスシートの正常化に言及があった。今次ドル高局面の起点が 2013 年 5 月のバーナンキ前 FRB 議長による量的緩和 (QE) 縮小を示唆する発言であったことを思い返せば、市場でドル買いが勢いづくのも無理はないだろう。

確かに、雇用最大化と物価安定という「2 つの責務 (デュアルマンドート)」に照らせば引き締めを検討するだけの材料は揃ってきているように見受けられる (図)。特に、過去 3 年間、FRB の正常

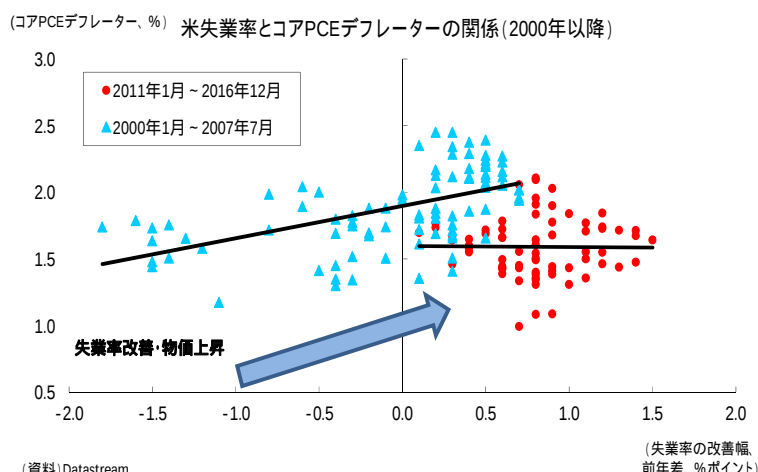


化プロセスの論拠になってきたのは雇用市場の改善であり、直近 1 年ではこれが完全雇用状態に近づいているとの評価も頻繁に目にするようになった。その評価と平仄を合わせるようにコア個人消費支出(PCE)デフレーターに代表されるインフレ指標も前年比+2%付近で推移しており、「完全雇用という状況がラグを伴ってインフレ率を押し上げる」との想定が正しいとすれば、現時点での引き締め検討は筋が通る話となる。

## ～危うい利上げの論拠～

しかし、本当にその想定が正しいのかという基本的な問いは考えたいところである。周知の通り、完全失業率やこれと整合的な潜在成長率の推計は困難を伴う。直感的には、雇用改善が進んで失業率が限界付近まで下がったと言われるにも拘らず、賃金やコア PCE デフレーター伸びはあくまで遅々とした動きにとどまっている。この状況に対しては①物価はこれからラグを伴って上がってくる、②そもそも完全雇用状態には遠いという 2 つの考え方があり得るが、完全失業率推計の困難さや利上げの持つ重要性を踏まえると②の可能性を気にかけたいところではある。

なお、現在の FOMC 執行部でハト派筆頭格のブレイナードFRB理事は昨年 9 月 12 日の講演で「ニューノーマルの重要な特徴 (Key Features of the "NewNormal")」として 5 点を掲げているが、その最初の 2 つとして示されたのが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) と②予想されたよりも大きい労働市場の Slack (Labor Market Slack Has Been Greater than Anticipated) だった<sup>1</sup>。



どちらも現在の利上げ路線の論拠となっている雇用市場の改善に疑義を呈するものであった。ブレイナード理事の述べるように、金融危機以降、失業率改善とインフレ率上昇の相関は弱く、フィリップス曲線はフラット化している(図)。

もちろん、FRB の推計が正しく、イエレン議長が述べるような「急激なインフレ率の上昇」が俄かに起きる可能性もあるが、少なくとも労働参加率が歴史的に低下し、広義失業率(U-6 失業率)なども高止まりしている中で、本当にそのようなことが起きるのだろうか。大統領選以降の金利・為替市場(及び FRB)で想定される利上げペースにはやや性急さを覚える。

## ～ドル高によりブレーキがかかる正常化プロセス～

しかし、FRB が望むほど金利を上げれば、必然的にドル高もついてくる。かねてより本欄で主張して

<sup>1</sup> 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 Slack (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。

いるように、ドル全面高が極まっていけば米経済は下押しされ、新興国も資本流出圧力に晒される(2015 年 8 月や 2016 年 1 月の人民元切り下げはその延長線で起きたことだ)。また、ユーロ圏に関しても、過剰な緩和環境がドイツでバブル懸念を惹起し始めており、一方的なユーロ安も ECB としては受け入れが難しいと思われる(また、EU 瓦解懸念が取り沙汰されやすい中で史上最安値を狙うような展開も望むところではない)。日本も 120 円超の円安・ドル高水準では円安コストを懸念する声が多くなっており、現実問題としてドル/円相場のアップサイドはさほど大きいものではない。

結局、「ドル高の加速は誰も幸せにしない」という状況が予想される中で、FRB の利上げペースを当然視してよいのかという問題意識が重要になってくると考えたい(むろん、形振り構わずインフレ率+2%を実現したい日銀だけは円安・ドル高が嬉しいかもしれない)。まして、トランプ政権における通貨政策が決してドル高に対して好意的ではないことも踏まえれば、尚のこと、その思いは強まる。FRB の正常化プロセスはドル全面高がひき起こす様々な問題によってブレーキがかかり、利上げ見通しの下方修正と共にドル/円相場の下値も切り下がっていく展開を筆者は予想している。

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](mailto: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。

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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                        |
|-------------|---------------------------------------------------|
| 2017年2月14日  | ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～                        |
| 2017年2月13日  | 日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～                              |
| 2017年2月10日  | 週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)                 |
| 2017年2月9日   | 円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～                        |
| 2017年2月3日   | 週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)            |
| 2017年2月1日   | 日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～                         |
| 2017年1月30日  | メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～                       |
| 2017年1月27日  | 週末版                                               |
| 2017年1月26日  | 日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～                        |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)                      |
| 2017年1月25日  | 貿易収支の調整経路～「埋不尽な円高」は不可避か～                          |
| 2017年1月23日  | ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～                             |
| 2017年1月20日  | 週末版                                               |
| 2017年1月19日  | 改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～                      |
| 2017年1月18日  | メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか?～                     |
| 2017年1月17日  | 目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～                      |
| 2017年1月16日  | ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～                      |
| 2017年1月13日  | 週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)        |
| 2017年1月12日  | トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～                     |
| 2017年1月11日  | 「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較                              |
| 2017年1月6日   | 週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)     |
| 2017年1月5日   | FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて                        |
| 2017年1月4日   | 2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～                       |
| 2016年12月27日 | 2017年、為替相場の動所～実効ベースで複眼的に～                         |
| 2016年12月26日 | 2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?                           |
| 2016年12月22日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)                      |
|             | 週末版                                               |
| 2016年12月19日 | メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～                         |
| 2016年12月16日 | 週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)               |
| 2016年12月15日 | FOMC(12月13～14日開催分)を終えて                            |
| 2016年12月13日 | 米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～                         |
| 2016年12月12日 | 円相場における実需と投機の現状について                               |
| 2016年12月9日  | 週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)             |
| 2016年12月7日  | 日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて                         |
| 2016年12月6日  | イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー                          |
| 2016年12月5日  | トランプノミックスのリスクとなる米国の完全雇用状態                         |
| 2016年12月2日  | 週末版(トランプノミックスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～)         |
| 2016年12月1日  | イタリア国民投票プレビュー                                     |
| 2016年11月28日 | ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～                          |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)                      |
| 2016年11月25日 | 週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～) |
| 2016年11月24日 | 日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～                       |
| 2016年11月22日 | 真空地帯に入るドル/円相場～暫定見直し～                              |
| 2016年11月21日 | チキンレースと化すドル高相場～レーガノミックスとの比較～                      |
| 2016年11月18日 | 週末版                                               |
| 2016年11月17日 | イタリア国民投票に関するQ&A                                   |
| 2016年11月16日 | 円の基礎的需給環境の現状と展望                                   |
| 2016年11月15日 | トランプノミックスを巡る2つのシナリオ                               |
| 2016年11月14日 | トランプノミックス相場に関するQ&A                                |
| 2016年11月11日 | 週末版(トランプ次期大統領のボリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)         |
| 2016年11月10日 | トランプ大統領誕生と為替相場見直しへの影響                             |
| 2016年11月8日  | 実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～                  |
| 2016年11月7日  | 米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～                     |
| 2016年11月4日  | 週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)                    |
| 2016年11月2日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～                        |
| 2016年10月28日 | 週末版                                               |
| 2016年10月27日 | ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～                        |
| 2016年10月26日 | 円高シナリオにまつわるリスクの整理                                 |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)                       |
| 2016年10月25日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～                     |
| 2016年10月24日 | ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～                          |
| 2016年10月21日 | 週末版                                               |
| 2016年10月20日 | 最近の対内・対外証券投資動向と為替について                             |
| 2016年10月19日 | 英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～                             |
| 2016年10月18日 | 英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～                             |
| 2016年10月17日 | 米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～                           |
| 2016年10月14日 | 週末版                                               |
| 2016年10月7日  | 週末版                                               |
| 2016年10月5日  | ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～                         |
| 2016年10月4日  | 世界にとつてのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」                         |
| 2016年10月3日  | 外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)                           |
| 2016年9月30日  | 週末版                                               |
| 2016年9月27日  | ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理                             |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)                       |
| 2016年9月26日  | ハードルが上がった日銀の追加緩和                                  |
| 2016年9月23日  | 週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見直し～)                  |
| 2016年9月20日  | 米大統領選挙と為替相場に対する考え方について                            |
| 2016年9月16日  | 週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)                  |
| 2016年9月15日  | G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～                             |
| 2016年9月14日  | 日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～                         |
| 2016年9月13日  | ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～                              |
| 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～注目バロメーター修正の「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                                   |