

みずほマーケット・トピック(2017 年 4 月 5 日)

真っ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～

2 月以降、俄かにタカ派化した FRB において唯一、3 月 15 日の FOMC で利上げに反対票を投じたのがカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁である。カシュカリ総裁は反対票を投じた理由を同連銀の HP でエッセイとして公表している。「要約すれば、デュアルマンデートの達成にどれほど接近しているのかを判断するデータが前回会合から全く変わっていないため、私は反対票を投じた」と述べられている。具体的に示された反対理由はどれも至極真っ当なものであり、恐らくは「経済的な正しさ」ではなく「政治的な正しさ」を追求して正常化プロセスを支持している FOMC メンバーにとっては耳の痛い論点ばかりではないかと思われる。これまでの FOMC ではこうした論陣はハト派筆頭格にあったブレイナード FRB 理事から示されることが多かったが、3 月 FOMC の直前からタカ派に豹変しており、「政治的な正しさ」になびき始めた様子が窺われる。冷静に「経済的な正しさ」を評価した上で、今後の FRB の「次の一手」を読むためにはブレイナード理事に代わってカシュカリ総裁の主張に着目していきたい。

～真っ当な利上げ反対論～

本欄では 2 月以降に FRB が俄かにタカ派化した動きについて再三疑問を呈してきた。その不自然な FRB において唯一、3 月 15 日の利上げに反対票を投じたのがカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁である。カシュカリ総裁は反対票を投じた理由を同連銀の HP でエッセイとして公表している。『何故、私は反対したのか(Why I Dissented)』と題されたエッセイの冒頭では「要約すれば、デュアルマンデート(物価の安定、雇用の最大化)の達成にどれほど接近しているのかを判断するデータが前回会合から全く変わっていないため、私は反対票を投じた」と述べられている。

具体的に示された反対理由は①物価の責務達成にはまだ距離があること、②完全雇用に到達していないと思われること、③インフレ期待はアンカーされていること、④緩和度合いは中立実質金利に照らして適切であること、⑤システミックリスクは低いこと、⑥トランプノミクスに賭けるには不確実性が大き過ぎること、⑦海外情勢を踏まえれば、米国だけインフレが急伸することは考えにくいこと、⑧低インフレ状況では引き締め過ぎるリスクは緩和し過ぎるリスクよりも大きいこと(≡緩和し過ぎてインフレになった場合は引き締めれば良いが、現状から引き締めし過ぎて低インフレ状況が強まって残された手段は多くない。それはリスク管理上、問題がある、ということ)とされる。どれも至極真っ当な理由であり、恐らくは「経済的な正しさ」ではなく「政治的な正しさ」を追求して正常化プロセスを支持している FOMC メンバーにとっては耳の痛い論点ばかりではないかと思われる。

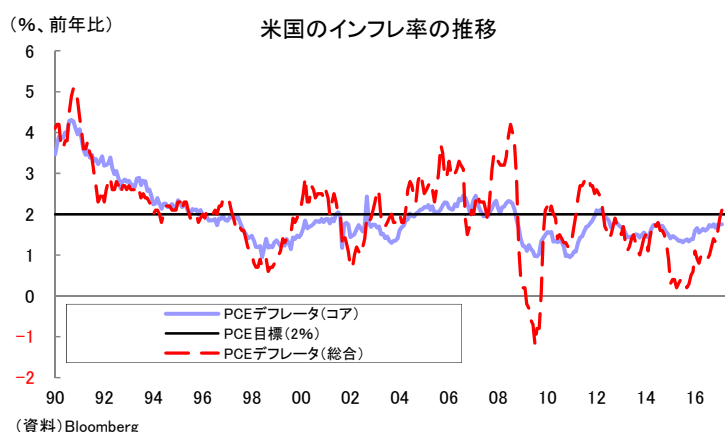
～「+2%」は target であり、ceiling ではない～

特に、最も重要なのはデュアルマンデート実現に疑問を投げかけている①～③の指摘は見逃せない。例えば、①に関し、カシュカリ総裁は以下のような重要な指摘を行っている：

- 重要なことは、我々は+2%を天井(ceiling)ではなく目標(target)だと述べてきたということだ。ゆえに仮に+2%を上回るもしくは下回っている状況の時は、等しく問題視しなければならない(Importantly, we have said that 2 percent is a target, not a ceiling, so if we are under or over 2 percent, it should be equally concerning)
- 我々はインフレ率がどのように推移してきたかではなく、どこへ向かっているのかを見ているのである(We look at where inflation is heading, not just where it has been)

前年比+2%到達を「天井(a ceiling)」

であるかのように見なし、しかも現状だけを捉えて引き締めを検討し始めている政策運営を批判している。具体的には過去 12 か月平均で FRB が参照とするコア PCE デフレータは前年比+1.7%であり「目標」には到達していないのだから、本来的には緩和を続けなければならない。言い換えれば、+1.7%も+2.3%も目標からの乖離という意味で



は等しく懸念される筋合いにあり、だとすれば現状で連続利上げを検討するのは尚早ではないかというのがカシュカリ総裁の基本認識とみられる。図示されるように、コア PCE デフレータは金融危機以降、一度も+2%を安定的に超えるような動きにはなっておらず、現時点でタカ派色を強めることは、確かに+2%を天井と見なしているかのようなものである。 今後は原油価格下落のベース効果という追い風が弱まってくることを思えば、大きく+2%を凌駕する動きは想像しづらい。しかも、3 月 FOMC 時点で明らかになっていた 2 月コア PCE デフレータは 1 月の+1.71%から+1.74%へと殆ど動いておらず、物価基調が変わったとは判断出来ないともカシュカリ総裁は述べている。

さらにカシュカリ総裁は「過去 5 年間、FOMC のスタッフ経済見通し(SEP)における中期的なインフレ率見通し(中央値)は 100%高過ぎるものだった。我々は常にインフレ率はもう直ぐ変化を迎えると予想し続けてきた」と SEP の予想精度にも苦言を呈している。そのような楽観に傾斜しがちな予測を振りかざしながら、本来は「目標」であるべき+2%を「天井」のように扱い、利上げの決断をすることに関してカシュカリ総裁は承服出来ないというスタンスを示しているのである。ちなみに ECB の場合、「中期的に 2%未満であるがその近辺」という表現になっているため、+2%は「目標」ではなく「天井」という概念に近い。カシュカリ総裁は「天井」であること自体を批判しているのではなく、「目標」と言いつつ「天井」扱いする行為を批判しているのである。

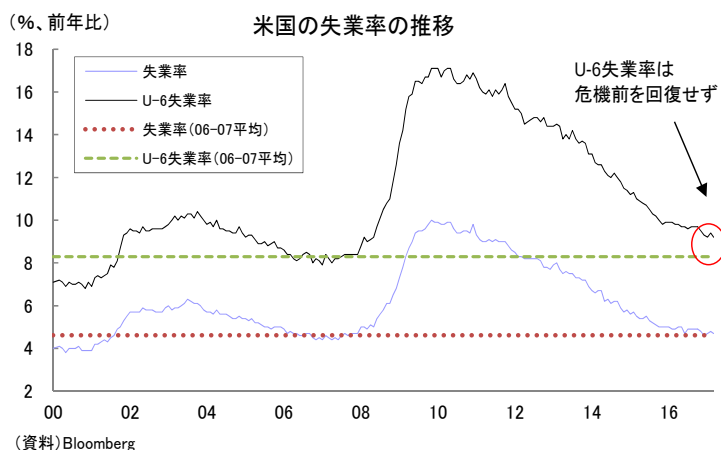
また、インフレ期待に関しては強弱混在であり、例えばミシガン大学消費者マインドでは過去最低付近を推移している一方、専門家における予想は 2%付近で安定していることが指摘されている。とはいえ、後者に関しても 2 月から 3 月の間に大きな変化があったわけではないため、やはり 3 月の利上げ判断は承服出来ないと述べられている。それら物価指標のほかにも、賃金において上昇圧力が高まっていれば、それを通じてインフレが高進する可能性はあるが、雇用コスト指数などに

際立った盛り上がりは見られず、やはり2月から3月にかけて物価状況が急変したわけではない。

さらに、世界的に米国以外の国・地域においてインフレ圧力が穏当なものに止まっている以上、米国のインフレ率だけが急伸する状況はあり得ないという指摘も頷けるものである。もちろん、インフレ率は線形に変化するとは限らない(つまり突如として急伸することがある)が、それも人々のインフレ期待が安定しているという前提では限りなく可能性が低い想定である。

～本当に完全雇用なのか？～

物価同様、雇用もデュアルマંデートで掲げる責務(雇用最大化)を達成していないのではないかとの見方をカシュカリ総裁は示している。具体的には、昨今指摘される完全雇用状況について、疑義を呈している。確かに失業率は最新となる2月分の4.7%が金融危機前の水準に回帰しており、危機後の傷が癒えたように見える(図)。だが、職探しを諦めて労働力人口から除外された層や不本意にパート



タイムで働いている層を失業者としてカウントする広義失業率(通称 U-6 失業率)は 9.2%となっており、これは危機前に比べて 1%ポイントほど高い。この分、米国の労働市場においてスラックが存在する可能性が否めず、また、だからこそこれほど雇用状況が改善しても物価や賃金に際立った上昇が見られていないと指摘されている。これも的を射た指摘だろう。

また、カシュカリ総裁は「労働力人口の伸びを維持するのに必要だった月間の雇用増加は前月比+8万～+12万人だったが、過去18か月間の大きな驚きの1つは、実際はそれよりもさらに多い月平均+20万人の増加だったことだ。しかし、この間、失業率は概ね5%で横ばいだった。これは我々にとってやや驚きだった。何故ならば、こうした現象は過去のパターンが示すよりもさらに多くの人々が就労に興味を持っていることを示唆するからだ」と述べている。その上で、2012年のSEPではFRBが完全雇用と考える長期失業率が5.6%と見なされていたものの、実際はそれよりもさらに失業率の改善が進んだという事実も指摘しており、「仮に5.6%でFRBが勝利宣言していたら、さらに多くの労働者が犠牲になったことだろう」と過去の見通しの甘さを批判している。

実際、2月から3月のFOMCの間に明らかになった雇用統計では16歳以上人口について労働参加率が62.7%から63.0%へ上昇している。これはその分、スラックがあったということにほかならず、インフレ率が加速しない一因とも言える。少なくとも、正常化プロセスの背後に完全雇用到達への自信がちらついている現状に関しては、やはり危うさを感じざるを得ない。

～市場は政治的帰結の予想が苦手～

そのほかカシュカリ総裁は⑥に関し、「金融市場は得意なこともあるが、政治的な帰結を予想することは苦手なことで悪名高い」との見解を述べ、昨年11月以降、トランプノミクスに賭けるように楽観

へ傾いてきた市場心理(そしておそらくは FOMC 自体)に厳しい姿勢を示している。カシュカリ総裁は「自身の経済見通しにおいて、市場が抱く財政政策の変化に対する推測は織り込んでいない」と述べており、現状、トランプ政権の拡張財政については中立的な見方を示している。この点、本欄で「分かりもしない財政出動の影響」に振らされるのではなく、「既に起きてしまったこと(金利高&ドル高)の影響」を懸念すべきと主張してきたスタンスと完全に一致する。

さらに⑦についても過去の本欄のスタンスと酷似する。結局、海外経済環境が停滞する中、米経済だけが気を吐くような構図では、世界の運用資金はドル建て資産に集中しやすくなる。結果としてドル全面高の相場が定着し、これがインフレ率を抑制することになる。また、ドル高の裏で発生する新興・資源国からの資本流出が国際金融市場にとってかく乱要因になることも FOMC の利上げを阻害する理由になり得る。結局、世界で利上げ出来る中央銀行が FRB だけという状況ではドル建て資産への一極集中が進み、それが米国内外の下押し要因として働き、結局は利上げを阻害するという循環がある(本欄ではこれを「ドル高の罟」と呼び、繰り返し論じてきた)。もちろん、世界経済全体の成長率が穏当なものに止まる以上、商品価格やこれに付随する財・サービス価格も抑制されるのが自然であり、これは貿易取引を通じて米経済の物価を抑制する方向に働く。カシュカリ総裁はこうした外部環境において米国のインフレ率だけが独立して急伸することは考えにくいと主張しているわけだが、この点も議論の余地が小さいところだろう。

～ブレイナード理事からカシュカリ総裁へ～

以上のようなカシュカリ総裁の主張は特に奇をてらったものではなく、「経済的な正しさ」を念頭に置いた自然な論点で構成されている。これまでの FOMC ではこうした論陣はハト派筆頭格にあったブレイナード FRB 理事から示されることが多かったが、3 月 FOMC の直前に行われた講演においては利上げに関し「すぐに適切になりそう」と豹変しており、「イエレン体制のうちに出来るだけ正常化を進めたい」という「政治的な正しさ」に並びき始めた様子が窺われる。ブレイナード理事が「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、おおむねフェデラルファンド (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、利上げ 8 回分のドル高効果を懸念していたのはわずか半年前(昨年 9 月)であったことを思えば、やはり彼女の中で政策の評価軸が変わったのかもしれない。冷静に「経済的な正しさ」を評価した上で、今後の FRB の「次の一手」を読むためにはブレイナード理事に代わってカシュカリ総裁の主張に着目していきたい。

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。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の奇立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCの前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進む地獄、戻る地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不自信～)
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～
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～「理不尽な円高」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、為替相場の勘所～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～「熱する前に冷やす」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～通貨政策のパロメーターに～)
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～暫定見通し～
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ポリシーミックス～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通しへの影響
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～②
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～