

みずほマーケット・トピック(2017年5月24日)

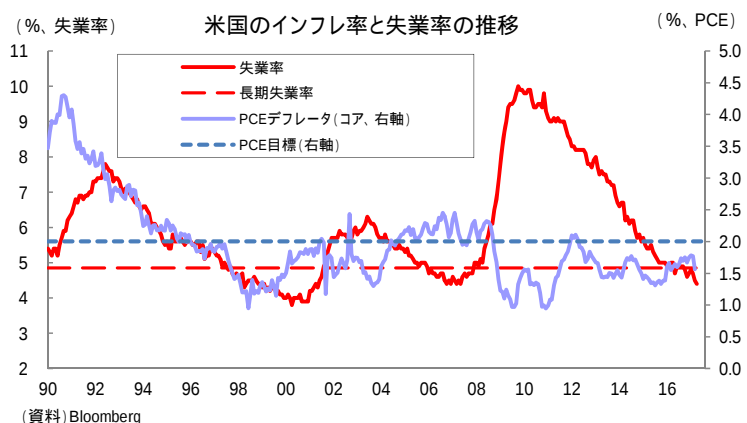
相次いで弱気化する FRB 高官～動揺する唯一の支え～

6月FOMCにおける利上げがほぼ確実視される中、利上げ路線について弱気な発言を見せるメンバーも相次いでいる。その多くは「弱いインフレ率(ないしインフレ期待)」と「確信を欠く完全雇用状態」を指摘。特に、多くの高官が述べるように、インフレ率の現状や展望は厳しい。今後、コア個人消費支出(PCE)デフレーターが+1%台前半(+1.0～1.5%)に突入してきた場合、さすがにタカ派姿勢はFOMC声明文でも後退してくる可能性がある。本欄では繰り返し論じているように、インフレ期待は年初をピークとして明らかに下落しており、利上げ路線の継続が高い信認を得ているようには見えない。雲行きが怪しいトランプ政権の運営にもかかわらず、ドル相場が大崩れしてこなかったのは、FRB高官による一貫して強気な情報発信が唯一の支えとなってきたからだろう。しかし、ここにきてそれも動揺が見られ始めていることは重要な兆候。

～相次いで弱気化する FRB 高官～

昨日の為替相場では英マンチェスターで発生したテロ事件を受けてリスク回避ムードが支配的となり、ドル/円は110円台まで下落する動きが見られていたものの、今晚に控えたFOMC議事要旨やこれに付随する利上げ期待の高まりからドル買い戻しが支配的となっており、本日東京時間午前には112円付近と週高値圏で推移している。前回FOMC以降のFRB高官による言動を総合すれば、バランスシート(B/S)縮小について踏み込んだ記述が確認出来る可能性があり、これを当て込んだドル買いが盛り上がったものと思われる。また、昨日はトランプ政権初の予算教書が公表されるという動きもあったが、市場の想定を超えるほどの拡張財政とは言えず、これが昨晚の米金利上昇をけん引したとは思えない。

とはいえ、ここにきて利上げ路線について弱気な発言を見せるメンバーが相次いでいる。その多くは「弱いインフレ率(ないしインフレ期待)」と「確信を欠く完全雇用状態」を理由としており、従前より本欄では懸念していた論点が悲観視されている。例えば、先週19日にはブラード・セントルイス連銀総裁が利上げ見通しに関し「米マクロ経済動向に関するデータに対し、過度に積極的過ぎる」と述べたことが話題になった。こうした見方の背景としてブラード総裁は「総じて、米マクロ経済指標は3月の会合以降、比較的弱めだ」、「米インフレとインフレ見通しはここ数か月、予想外に下振れ方向で、労働市場の改善も減速した」との見解を示している(発言はロイター)。実



際、市場予想を下回る計数が少なくないのは周知の通りであり、複数回の利上げとは平仄が合わない。ちなみに、ブラード総裁は B/S 縮小に賛意を示す発言をしているが、これは「将来の政策余地を拡大すべきだ」という理由に基づくものであり、いわゆる糊代論の一環に過ぎない。実体経済の力強さを評価した上で正常化路線を追求すべきという立場とは異なるものだろう。

また、22 日には今年に入ってからハト派色を弱めていたブレイナード FRB 理事が「コアインフレの面では大きな進展が見られていない。どちらかと言えば、この数か月はコアインフレがやや停滞するのを目にした(ブルームバーグ)」と述べているほか、完全雇用を計測する難しさ(裏を返せば現状が完全雇用かどうかという自信の無さ)にも言及している。さらに同日にはカプラン・ダラス連銀総裁からも「2%のインフレ目標に向けた進展は鈍く、時にまだら模様であることを認識している」、「インフレ目標の達成へ引き続き前進しているか、指標を見極める上で忍耐強く臨む」といった発言が見られており、やはり物価情勢に対して弱気な評価を与えている。

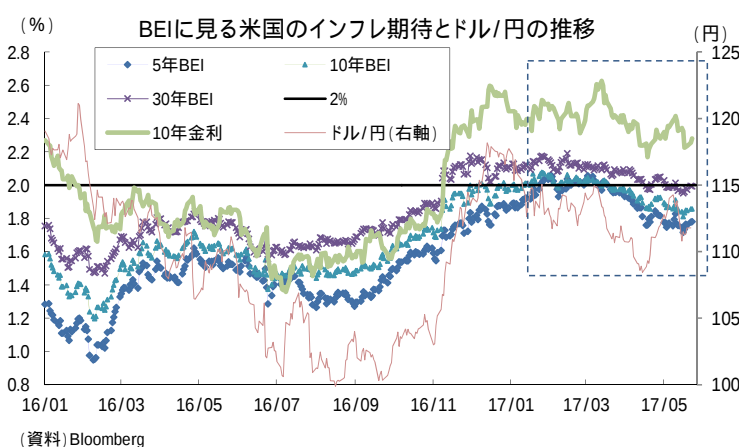
そして、昨日は現状の FOMC でハト派筆頭格とも言えるカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が「インフレ率は現在、間違った方向に向かっており、懸念している」とインフレ率に関し比較的はっきりとした懸念を示しているほか、完全雇用状態についても「われわれは近づいているが、どの程度離れているのか不明」とやはり慎重な見方を示している。6 月利上げの賛否に関し、カシュカリ総裁は「まだ決めていない」と述べているが、このままいけばまた唯一の反対票を投じることになりそうである。

～強気な情報発信が唯一の支えだったはず～

以上のように最近 3 営業日で立て続けに FRB 高官がハト派寄りの情報発信を行っているわけだが、Fed watch における 6 月 14 日会合の織り込みは依然 80%を超えており、結果として為替相場でもドル相場が大崩れするような展開にはなっていない。過去の本欄でも議論したように、現在の利上げ織り込みの起点は「経済指標の改善」という理想的な形ではなく、「FRB のタカ派的な

情報発信」という力業であり、経済指標の悪化を受けてもあまり利上げ織り込みが動かないという奇異な特徴がある。しかし、今日の当たりになっているのは、その「FRB のタカ派的な情報発信」が揺らぎ始めているという状況であり、本来ならば利上げ織り込みの後退と共に妥当性が問われて然るべきに思える。そうならないのは依然、タカ派姿勢を堅持するメンバーの方が多からだろうか。

しかし、上述の多くの高官が述べるように、インフレ率の現状や展望は厳しい。コア個人消費支出(PCE)デフレーター上昇率は年初をピークに低下しており、3 月分は前年比+1.6%まで落ち込んでいる。原油価格下落を受けたベース効果が剥落するのに伴い、今後さらに下押し圧力が強まってくることが予想されるが、+1%台前半(+1.0～1.5%)に突入してくれば、さすがにタカ派姿勢は FOMC 声明文でも後退してくる可能性があるのではないかと。比較的可能性の高い展開と言える。



本欄¹では繰り返し論じているように、ブレイクイーブンインフレ率 (BEI) に見るインフレ期待は年初をピークとして明らかに低下しており(前頁図)、利上げ路線の継続が高い信認を得ているようには見えない。機密漏えい騒動が大統領弾劾にまで発展するリスクが囁かれる状況では、トランプ政権による拡張財政も当分期待できまい。とすれば、昨年 11 月 9 日以降、景気過熱を当て込んで上昇してきたインフレ期待や名目金利そしてドルには調整が訪れて然るべきである。雲行きが怪しいトランプ政権の運営にもかかわらず、ドル相場の唯一の支えになってきたのが FRB 高官による一貫して強気な情報発信であったと思われるが、ここにきてそれも動揺が見られ始めていることは重要な兆候と考えたい。引き続き本欄や『中期為替相場見通し』では FRB の正常化プロセスが頓挫することを想定し、今後 1 年でドル/円相場が 100 円付近までの調整を迫られる展開を予想する。

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 本欄 2017 年 5 月 10 日号『米インフレ期待低迷が映す米経済への過信』をご参照下さい。

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5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～憧る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベールシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小ミドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレインードからカシュカリへ～
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を前に～
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～進むも地獄、戻るも地獄～
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	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年度打ちも政治リスクは重荷～