

みずほマーケット・トピック(2017年6月21日)

カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～

6月利上げに関し、今回もカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁だけが反対票を投じている。同総裁は3月会合で反対票を投じた際、『なぜ私は反対したのか(Why I Dissented)』と題したエッセイを公表しているが、今回も『なぜ私はまた反対したのか(Why I Dissented Again)』といった続編を公表している。その理由をラフに総括すれば、フィリップス曲線信仰から距離を置くべきというもの。ここで展開されるロジックについて筆者は100%同意するため、前回公表時にも本欄で取り扱ったが、今回もその論点を簡単におさらいしてみたい。同総裁は「利上げが現状維持かという決断にあたっては信仰(faith)とデータ(data)の間で不安がある」と述べる。フィリップス曲線のような理論的な信仰に照らせば利上げは支持されるが、現実のデータがこれを全く支持していないという難しさがある。着実にフラット化が進んでいるイールドカーブは明らかにデータを重視した動きであり、FRBもいずれ焦って現行政策の修正を迫られると予想したい。

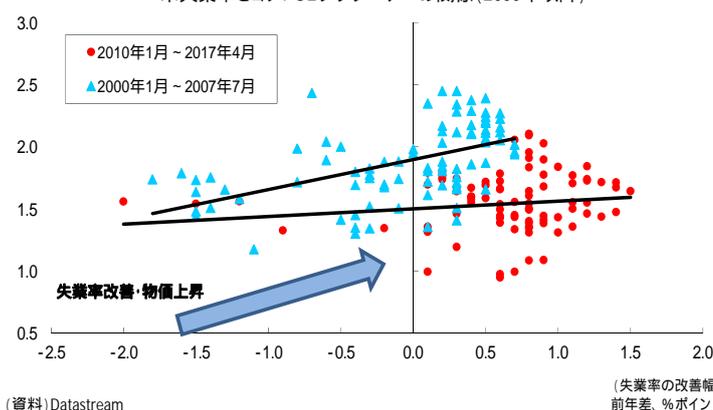
～カシュカリ・エッセイ再び～

ドル/円相場は一昨日のダドリーNY連銀総裁による「インフレ率は望ましい水準を若干下回っているものの、労働市場の引き締めが続く賃金も少しずつ持ち直すことで、2%の目標に緩やかに回帰するだろう」との発言が好感され、堅調推移が続いている。この発言は今のFOMCの立ち位置を端的に表している。基礎的経済指標が必ずしも景気の過熱を示していない状況で利上げやバランスシート(B/S)縮小を進めるためには「物価はこれから上がってくる」という建付けにするしかない。

確かに、完全雇用状況が達成され、「働きたい人が皆働いている」という状態に至った場合、賃金は必ず上がる(少なくとも理論的には)。しかし、このロジックは過去2～3年、常に言及されてきたものであり、本当にそうだろうかという思いは当然抱かれるものである。図示されるように、金融危機前後で米国のフィリップス曲線は明らかにフラット化している(2007年8月～2009年12月は危機が本格化する中で計数の振れが大きいため2010年1月以降で見ている)。とすれば、「物価はこれから上がってくる」という想定自体、疑うのが自然である。

この点、6月14日に決断された利上げに関し、今回もカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が反対票を投じており、その理由をラフに総括すれば、フィリップス曲線信仰から距離を置くべきというものであった。同総裁は3月会合で反対票を投じた際、『なぜ私は反対したのか(Why I Dissented)』と題

(コアPCEデフレーター、%) 米失業率とコアPCEデフレーターの関係(2000年以降)



(資料)Datastream

したエッセイを公表しているが、今回も『なぜ私はまた反対したのか(Why I Dissented Again)』といった一種の続編を公表している。ここで展開されるロジックについて筆者は100%同意するため、前回エッセイ公表時にも本欄¹で取り扱ったが、今回に関してもその論点を簡単におさらいしてみたい。

～信仰(faith)とデータ(data)の相違～

エッセイはカシュカリ総裁が現行政策に対して抱く思いが語られた後、①物価の安定、②雇用最大化、③最近の金利環境、④金融安定への懸念、⑤財政見通し、⑥世界経済環境、⑦政策手段、⑧(カシュカリ総裁が)間違っているとしたり何が考えられるか、⑨結論といった構成となっている。①から⑧は過去の本欄でもレビューを行っており、そのアップデート的な位置付けになるので今回は、同総裁が現行政策に対してどのようなことを考えているかを示す冒頭部分に焦点をあて、論点整理をしてみたい。FRBの今後の政策運営を考える上で、非常に興味深い論考である。

まず、エッセイの最初のパラグラフでは「我々が期待していた以上に多くの人々が働くことに興味を持っている」と述べられた上で、次のパラグラフでは失業率低下にもかかわらず、コアインフレ率もインフレ期待も上がってこないことが指摘されている(特に断らない限り、コアインフレ率はコアPCEデフレーターを指す)。特に、最近のコアインフレ率の低下については「一時的(transitory)かどうかは分からない」と述べており、こうした論点はエッセイ中に繰り返し出てくる。今会合においては、イエレンFRB議長が物価や経済の弱含みについて一時的なノイズと切って捨てた経緯を踏まえれば、カシュカリ総裁の意見は執行部と対峙するものであったことが窺える。

印象に残ったのは「利上げか現状維持かという決断にあたっては信仰(faith)とデータ(data)の間で不安がある(For me, deciding whether to raise rates or hold steady came down to a tension between faith and data)」との一文である。ここでいう信仰(faith)は失業率と物価の逆相関を示唆するフィリップス曲線の存在である。冒頭のダドリー総裁による「完全雇用に到達すれば物価は上がってくるはずだ」という主張も直観的には正しい信仰(faith)である。既に冒頭図で示したように、少なくとも金融危機が発生する2007年8月以前はそのような関係が想定されていた。こうした理屈を信じているからこそ、利上げやB/S縮小といった政策運営になるのである。

一方、本欄では繰り返し議論している通り、足許のデータ(data)が示すコアインフレ率やインフレ期待は全く盛り上がっていない。仮に、こうした実績に基づいて決断するのであれば「我々は今週利上げすべきではなかった(we shouldn't have raised rates this week)」と明言している。インフレ期待に関しては調査ベースのものは家計部門を対象とするミシガン大学消費者マインドや専門家を対象とするFRB予測専門家調査(Survey of Professional Forecasters)、市場ベースのものはブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)に言及があり、いずれも冴えないとの事実が指摘されている(ミシガンは低下、予測専門家調査は横ばい、BEIは歴史的に低いレンジで推移している)。

～利上げを巡るリスクマネジメント～

こうして信仰(faith)とデータ(data)の間で矛盾が生じている状況を踏まえ、カシュカリ総裁はリスクマネジメントの観点から意思決定を下すことが重要との考えを示している。要するに、「早過ぎる利上げ」と「遅過ぎる利上げ」を比較した場合、そのメリット・デメリットをどう考えるかという議論である。

¹ 本欄2017年4月5日号『真っ当な米利上げ反対論～ブレインードからカシュカリへ～』をご参照下さい。

まず、「早過ぎる利上げ」の問題はインフレ期待への悪影響が挙げられる。これまでカシユカリ総裁が執拗に述べているように、FRB にとって前年比+2%はあくまで「対照的な目標 (a symmetric target)」である。要するに、+1.5%も+2.5%も目標 (target) からの乖離という点では等しく評価 (懸念?) される筋合いにある。だが、コアインフレ率が目標 (target) とする+2%に到達していないのに、利上げを重ねるといふ政策運営はあたかも+2%が目標 (target) ではなく天井 (ceiling) であるかのような誤解を与えるとカシユカリ総裁は懸念している。実際、3 月会合から PCE デフレーターは総合、コアベース共に失速し目標 (target) から下方向に遠ざかっているが、これを意に介さず利上げをするという動きは、あたかも「+2%にいかせないようにしている」という誤解も与えかねないということである。インフレ率が冴えない現状を踏まえれば、まずは目標 (target) まで引き上げようとする努力が必要であり、その観点からは金利の据え置きが検討されるべきだったという理屈は極めて分かりやすいものである。言い方を換えれば、+2%を安定的に超えてから対応を考えれば良いのではないかという話である (幸い引き締め方向のツールはその逆に比べて沢山あるのだから)。この論点に絡んで、カシユカリ総裁はアトランタ連銀による「多くの人は既に+2%を対照的な目標 (a symmetric target) ではなく天井 (ceiling) と信じてしまっている」との調査も紹介している。

片や、「遅過ぎる利上げ」の問題はどこにあるのか。インフレ率が上がってくれば、(今はまだ目標以下にあるのだから) 嬉しいニュースである。仮に+2%を超えてきたところで、そこで FRB は適切な対応を講じれば良い。本来、目標 (target) は対照的 (symmetric) なのだから、現状のコア PCE デフレーターが+1.5%で許容されているのと同様、+2.5%も等しく受け止められる筋合いがある。そこで不安視されるのは、現在のインフレ率の停滞がイエレン議長の言うように一時的であり、インフレ期待が突如として上離れする (例えば朝起きたら+4%にジャンプしている) という展開である。そうなった場合は短期間にまとまった幅の利上げが必要になり、経済に対するコストも大きなものになる可能性が出てくる。イエレン議長も記者会見などにおいてこうしたリスクに何度も言及している。

だが、これはフィリップス曲線に象徴されるような信仰 (faith) で不安視されることであって、実際のデータ (data) からは懸念されるものではないとカシユカリ総裁は述べる。事実としてインフレ率もインフレ期待も上がっていないのだから、「いきなりジャンプしたら怖い」という懸念は直観的に信憑性が感じられない (そもそも現状から 1%ポイント程度ジャンプしても、2%からの乖離は今と同じ 0.5%ポイントであり、大した話ではない)。カシユカリ総裁の言葉を借りれば、いくらそのような不安を煽られても「定量化が難しいリスクだ (it is a difficult risk to quantify)」という話である。ちなみに、エッセイ中の物価安定を取り扱った部分 (①の部分) において、カシユカリ総裁は「世界的に英国以外の主要国のコアインフレ率がターゲットを下回っているのに米国だけ急激なインフレを経験することはありそうにない」とも述べている。その英国ですらインフレの主因はポンド相場の急落であり、ドル相場の高止まりが続いている米国において同じことが起きるとは到底思えないだろう。

～危うきフィリップス曲線信仰～

この点、1960～70 年代においてはインフレ期待が不安定化したではないかという意見もあるが、このエピソードはむしろ現状において「利上げしないこと」を推奨する材料として紹介されている。当時の FRB はインフレ期待をさほど重視せず、高失業率がインフレ率を押し下げると考え、積極的な金融引き締めには動かなかつたという経緯がある。こうした「フィリップス曲線信仰に基づいた信念と

インフレ期待の役割軽視 (a faith-based belief in the Phillips curve and an underappreciation of the role of expectations) が当時の失敗であったとすれば、現状の FOMC の「完全雇用に近いのでいずれ物価は上がってくる」といった姿勢も、当時の状況とは正反対だが、根本的に同じ失敗をしていることになる。日本の経験が示すように、一度沈んだインフレ期待を引き揚げるのは極めて困難であり、まずはこれが低下しないような政策運営が望まれるはずだが、今の FOMC は目標 (target) 到達前にフィリップス曲線を妄信し、引き締めを走っている。

現状、米金利のイールドカーブを見ると著しくベアフラット化が進んでおり (図)、例えば 10 年-5 年スプレッドは年初来で最小という状況にある。いくら FRB が正常化プロセスの推進を喧伝したところで、それが理論的な信仰 (faith) において「そうなるはずだ」というくらいしか拠り所がないのであれば市場は追随しない。 データ (data) が市場のドル買いや米債売りを後押しするような展開にならない限り、FRB と市場の間に横たわる認識の溝は埋まらないだろう。筆者は、データ (data) に裏付けられない正常化路線は極めて危ういものだと考えており、米経済のオーバーキルに繋がる結果、インフレ (期待) の低下などを受けて、FRB は焦って現状方針の修正に追い込まれることを予想している。 為替市場への含意は当然ドル安である。



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。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がりがない米国のインフレ期待と与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なキャンセル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか?～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
2017年5月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月22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～
2017年4月25日	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24日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次プラザ合意」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～ベアリ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≠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～ブレイナードからカシカリへ～
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読むか～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(PSPF)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信心～)
2017年2月15日	イレブンFRB議長証言を受けて～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ベ見送り～為替からの読み方～
2017年1月25日	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23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