

みずほマーケット・トピック(2017年7月6日)

FOMC 議事要旨～正常化は資産バブル対応？～

FOMC 議事要旨(6月13～14日開催分)からは バランスシート(B/S)縮小の開始時期、完全雇用という現状への評価、物価の弱含みが一時的か否かという3点に関し、FOMCが見解の一致を見ていないことが窺えた。今回ヘッドラインとして注目されているのは だが、本質的には や の関係(端的にはフィリップス曲線)が不安定化しているという事実が政策運営を難しくしていることが重要。また、これらに加え 4 点目として 資産バブルへの懸念について警戒心を強めている様子も窺えた。今回の議事要旨から現状を総括するならば「本筋であるはずの や もさることながら、 を合わせることで の決定を下している」という構図か。なお、FRBは自身のタカ派傾斜にも拘らず、金融状況が引き締まらない(株は高く、金利は低い)ことを受けて「まだ引き締められる」との考えを持っているようだが、引き締めが市場価格に反映されないのは引き締めが足りないからではなく、その持続性が疑われているからという面もある。

～FOMC 議事要旨の論点整理～

昨日公表された FOMC 議事要旨(6月13～14日開催分)からは バランスシート(B/S)縮小の開始時期、完全雇用という現状への評価、物価の弱含みが一時的か否かという3点に関し、FOMCが見解の一致を見ていないことが窺えた。今回ヘッドラインとして注目されているのは だが、本質的には や の関係(端的にはフィリップス曲線)が不安定化しているという事実が政策運営を難しくしている。また、これらに加え 4 点目として 資産バブルへの懸念について警戒心を強めている様子も窺えた。今回の議事要旨から FOMC の現状を総括するならば「本筋であるはずの や もさることながら、 を合わせることで の決定を下している」という構図が窺い知れる。

～B/S 縮小の開始時期と利上げの取り扱い～

まず、 については、「B/S 正常化のアナウンスによる金融市場への影響は限定的であった」との現状認識を踏まえた上で、再投資政策の変更に関する適切なタイミングについて議論が交わされたことが示されている。しかし、B/S 正常化の中身やその正確な影響について市場参加者が正しく理解しているかどうかは定かではなく、現状を捉えた上で「正常化しても問題ない」と断じるのはやや危険にも思われる(後述するようにそもそも持続性が鼻から疑われている可能性もある)。議事要旨によれば、「数人(Several)の参加者が2か月以内にB/S縮小プロセスのスタートをアナウンスすることを支持した」とのことだが、これは要するに次回7月25～26日のFOMCでのアナウンスということになり、市場想定よりも強気と言える。一方、「何人(some)かの参加者は経済・物価情勢の見通しを評価するための追加的な時間を確保すべく、年内の遅いタイミングまで決定を遅らせることを強調した」とある。こうした構図を見ると、B/S 縮小をアナウンスするタイミングに関し、かなり距離のある対照的な見方が両立している状況が透けて見える。後者のハト派寄りの参加者については

「近々の再投資政策の変更は漸進的なアプローチ (gradual approach) を志向してきた委員会のスタンスが変更したとの誤解を招く」といった趣旨の懸念を示している。こうした懸念は筆者も同意したい。後述するように雇用や物価といったデュアルマンドेटに係る問題意識について意見集約が進んでいない状況下、殊更 B/S 縮小を急ぐことについてはやはり違和感を覚える向きはあろう。

なお、市場参加者にとっては「B/S 縮小中の利上げの取り扱い」は注目したい論点の 1 つである。ここでも対照的な見方が併存しており、数人 (Several) の参加者は B/S 縮小に着手している間は今までよりは緩やかなパス (a less steep path) を支持する一方、何人 (some) かの参加者は B/S 縮小は穏当なペースで進むのだから利上げペースに影響する要因ではないと主張している。縮小の開始時期にせよ、その間の利上げの取り扱いにせよ、依然 FOMC 内でのコンセンサス形成が進んでいないのは確かである。相場予想を検討する上では、これらの論点に関し、どのようなシナリオを所与の条件として置くのが重要になる。

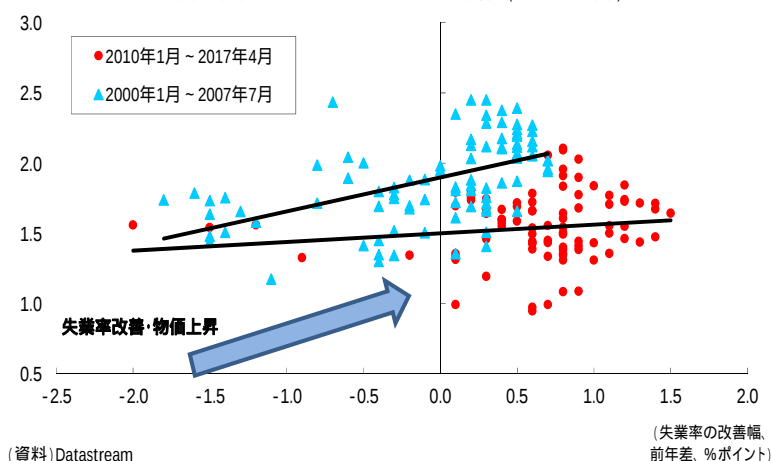
筆者は、アナウンスが今秋付近と早まることはあっても、実際の着手は早くても年末、順当に行けば年明けと考え、利上げのペースも今までよりも遅くなる (四半期に 1 回を当然視しない) 運営に修正されてくるのではないかと予想している。今回利上げを支持した参加者の中でも、現在示されている 2018 年の利上げ見通し (中央値) に関し、その通りに実施した場合は「インフレ率の +2% への回帰が難しくなる」との懸念を示す向きも現れている。B/S 縮小を淡々と進めながら、四半期に一回の利上げも進めるという運営は決して磐石な多数派を築いているわけではない。

～ 利上げが過剰反応である可能性 ～

次に、完全雇用という現状への評価や物価の弱含みが一時的か否かといったデュアルマンドेटへの向き合い方も一枚岩ではなさそうである。先般話題となったドラギ ECB 総裁講演では経済・物価の弱含みに関して一時的 (temporary) というフレーズが計 5 回も登場したが、6 月 FOMC 後のイエレン FRB 議長の記者会見でも一時的 (transitory) とのフレーズが注目された。今回の議事要旨でも transitory との単語は 5 回も登場し、

その殆どが物価の低迷に対する評価として使用されている。果たしてそうした「一時的」との評価が正しいのか否かという問題は、引き続き最も基本的だが、最も重要である。2 名 (a couple of) の参加者からは「長期失業率を大幅に下回る状況が顕著なインフレリスクの上振れに繋がる」との懸念も表明されており、程度の差こそあれ、利上げや B/S 縮小を急ぐ背景にはこうしたフィリップス曲線への信仰があることが窺われる。現在の FOMC における多数派はこうした信仰を主軸としており、だからこそ「インフレ予防的に利上げすべき」という主張に至っているわけである。しかし、本欄でも繰り返し議論しているが、金融危機後、米国のフィリップス曲線はフラット化が進んでおり (図)、雇用

(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)



回復の「質」自体がそもそも変化している可能性は気にすべきである。要するに、フルタイム労働者が時短労働者に置き換えられ、フルタイム労働者自身も資本市場における企業への監視が強まる中であって賃金が上がりにくくなっている可能性などは留意したいところである。

つまり、失業率と物価の関係については、「(1)そもそも完全雇用にはまだ距離がある」という論点のほかに、「(2)完全雇用に到達しても構造的な問題によって賃金が昔のような伸び率を取り戻せない」という論点が浮上しているのではないか。(2)だとすると、現状のFOMCの利上げは正当性を失うことになるわけで、やはり利上げは過剰反応という話になりかねない。この点、今回の議事要旨を見ても、数人(Several)の参加者からは「長期的な物価目標である+2%への進展は減速したのかかもしれないし、最近の軟化は続くかもしれない」との懸念が見られていることが目を引く。こうした懸念は、上で引用した「(今想定されているペースで利上げすれば)インフレ率の+2%への回帰が難しくなる」との一部参加者の思いとも平仄が合う。

～ バブル懸念に駆動される正常化～

最後に、資産バブルへの懸念についても、気になる記述が見られた。5月と6月のFOMCの間の金融市場については「株価は上がり、長期金利は下がり、ボラティリティは概して低かった」との評価が見られ、「緩和を解除しているのに金融状況が緩和的になってしまった」との見解が示されている。現状のFOMCはこうした状況を踏まえて、「そうした状況ならばまだ引き締められる」というスタンスを取っているように見受けられるが、FRBがタカ派に傾斜しても市場がついてこないのはそもそも「無理筋な正常化は挫折する」と思われているからではないだろうか。結局のところ、景気の予測能力について中銀と市場のどちらが優れているのかという問題に帰着するが、これは現段階では何とも言えない(少なくとも2004～06年の利上げ局面では市場が正しかった)。

議事要旨では緩和的な金融状況について「企業収益対比で株価が高過ぎること」、「長期的な景気見通しが弱いこと」などが指摘され、さらには「投資家のリスク許容度の改善が資産価格の高止まりに寄与していること」、「抑制されている市場ボラティリティが低い株式のリスクプレミアムと結びついて金融安定に対するリスクを積み上げていること」を問題視している。これらは明らかに資産バブルへの警戒姿勢を示していると言えるだろう。本来、正常化路線は雇用や物価といったやの理由に基づいて駆動されるべきものと思われるが、むしろ、現状では資産バブルへの懸念である理由が引き締めの理由として小さくない割合を占め始めているように見受けられる。しかし、繰り返しになるが、FRBのタカ派傾斜にも拘らず、それが市場価格に思うように反映されないのは引き締めが足りないからではなく、持続的な政策運営だと信じられていないからという側面がある。文字通り、「笛吹けど躍らず」のこうした状況は当面続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。

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7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラントECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラントトレード～
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)～
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	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
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～「不要なギャンブル」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～
	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～燃る「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(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～「返済血」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	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～