

みずほマーケット・トピック(2017 年 7 月 13 日)

イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～

下院金融サービス委員会で行われたイエレン FRB 議長の議会証言はハト派的と思えなくもない部分もあったが、年内のバランスシート(B/S)縮小を既定路線とした上で利上げも並行させるという基本方針が大きく変わったとは言えず。引き続き「労働市場の改善がいずれ物価を押し上げるはず」というフィリップス曲線的な発想が政策運営の柱と見受けられる。イエレン議長の再任可能性が低いことが報じられる中、「置き土産」としての B/S 正常化に象徴されるように、花道的な正常化路線は続きそう。また、IMF は 4 月時点で米国のクレジットサイクルが停滞局面に入った可能性を指摘しているが、実際の与信統計はこれを追認するような状況にある。貨幣数量説を元にするならば、与信が停滞する状況で持続的な物価上昇は期待しづらい。引き続きデータに基づかない正常化が実体経済のオーバーキルに繋がるリスクを警戒したい。

～従前と基本方針は変わったようには見えず～

昨日、下院金融サービス委員会で行われたイエレン FRB 議長の議会証言はややハト派的と思えなくもない部分もあったが、年内のバランスシート(B/S)縮小を既定路線とした上で利上げも並行させるという基本方針が大きく変わったとは言えない。市場では「インフレの下振れが長引きそうであれば政策を調整する用意がある」、「中立金利が歴史的な標準よりも現在は大分低いので、中立的な金融政策スタンスに至るまでにさほど利上げをする必要は無い」などの発言をハト派的に受け止めた格好で、ドル/円相場も一時 112.92 円まで下落している。だが、これらの発言は当然かつ以前から言及されていた理屈であり、新鮮味があるものとは言えない。そもそもデータ次第(data dependent)の運営は周知の事実であるし、ゴールである中立金利が下がっているのだから実際に行われる利上げの回数は減って当たり前である。過去 3 週間で強まった中銀の正常化ブームを見直す 1 つのきっかけに使われたというのが実情ではないか。

一方、「向こう 2～3 年でインフレが目標の 2%へと向かう軌道に乗っていないと判断するのは時期尚早」との発言にも現れるように、結局は「労働市場の改善がいずれ物価を押し上げるはず」というフィリップス曲線的な発想が政策運営の柱となっている本質はあまり変わっていないように思われる。また、資産価格に関しても、バリュエーションに関する言質は与えないものの、「歴史的なレンジの上限にある」との発言も見られており、やはり政策を引き締め方向に調整することに関しては引き続き迷いは無いと見受けられる。

～「置き土産」に配慮するモード強まる～

B/S 正常化(縮小)については 6 月 FOMC で年内開始方針とそれに付随する具体的な情報が開示されたばかりであり、特に新しい情報は無かった。「it will likely begin to implement the program this year」とあるように、年内の B/S 縮小着手については相応に強い思いがありそうである。確かに、

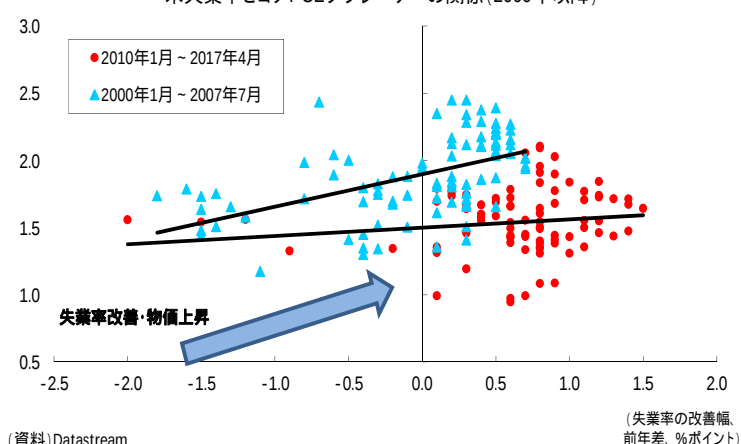
海外中銀における正常化ムードがこのまま強まると仮定した場合、B/S 縮小を平和的に実施するには急ぐ必要がある。というのも、対米金利差が縮小する中銀が増えるほど、市場参加者にとっては投資対象が増えることになる。自ずと B/S 縮小によって需給が悪化する米国債市場の不透明感が高まらざるを得まい。既に昨日は隣国のカナダ中銀が6年10か月ぶりの利上げを決定しているが、これで ECB のテーパリング決定などがさらにユーロ圏金利を押し上げるような地合いとなれば、FRB は想定外に追い込まれる可能性はあろう。リスクマネジメント上、利上げよりも B/S 正常化の方が優先度は高いはずである。

とはいえ、そうした真っ当な理由以外からも B/S 縮小は急がれるのだろう。一昨日にはイエレン議長の再任可能性が低いことが報じられている。トランプ大統領自身の政治スキャンダルが延焼する中、(見かけ上は)巧くいっているイエレン議長を敢えて交代させる必要には乏しいとの判断もあり得ると思われたが、やはり先般のロンドンでの入院などを踏まえれば高齢や健康問題を理由に不適切と判断されているのかもしれない。いずれにせよ、イエレン再任シナリオの可能性が低下しているのであれば、やはりイエレン議長率いる FOMC は極力、「出来ることは今やりたい」という糊代稼ぎに注力することになりそうである。B/S 縮小はイエレン議長の「置き土産」といったところだろう。

～フィリップス曲線信仰の是非～

既に引用したように、イエレン議長は今回の議会証言で「インフレ率が今後数年で+2%に上昇する軌道に乗っていないとの判断は時期尚早」と述べているが、裏を返せば「インフレ率が今後数年で+2%に上昇する軌道に乗っているとの判断」も時期尚早と言えるはずである。繰り返しになるが、現行の FRB の政策運営の要諦は「フィリップス曲線を信じるか否か」に集約される。この点、議会証言では「労働市場と賃金の

(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)



関連性が弱まっている」とやや自信がなさそうな発言も見られているものの、「弱まっているが関連性はある」というのが基本姿勢なのだろう。唯一、利上げに反対票を投じるカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁のエッセイから表現を借りれば¹、フィリップス曲線への理論的な「信仰(faith)」を前提にインフレ予防的な利上げをするのか、それとも現実に停滞する「データ(data)」を前提に敢えて利上げを見送るのが問われているわけだが、今の FOMC はどうやら信仰を捨て切れていない。

リスク管理の観点からは デフレに陥ってしまえばその粘着性は極めて強いこと、インフレが+2%を超えても引き締め側のツールは豊富にあることから、やはりデータに忠実に利上げを見送るべきだと筆者は考える。しかし、正常化を支持する向きはそもそも の心配をしていないのだから議論は噛み合いようがない。

¹ 本欄 6 月 21 日号『カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～』をご参照下さい。

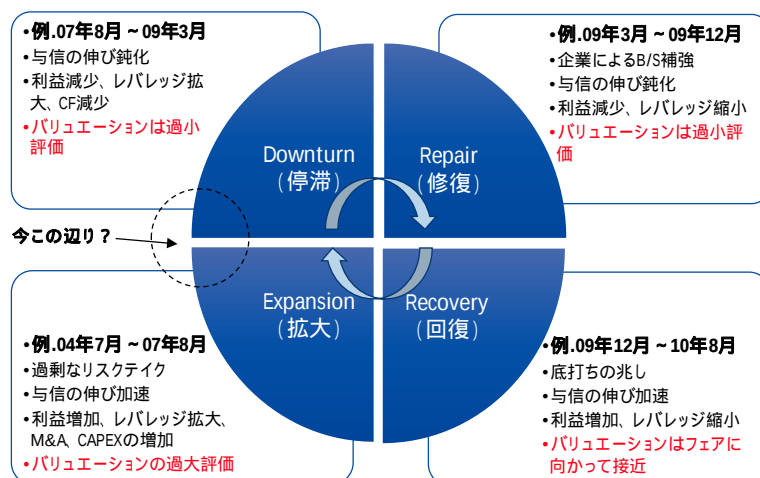
～クレジットサイクルも停滞を示唆～

また、フィリップス曲線の有用性以前の問題として、与信周りの計数が軟化しているという事実も見逃せない。貨幣数量説を元にするならば、与信が盛り上がっていない状況で持続的な物価上昇が起きる筋合いがない。右図(上)は今年4月に発行されたIMFの『国際金融安定性報告(GFSR)』に掲載されたクレジットサイクルのイメージである。IMFは4月時点で債務の積み上がり

に照らして、「米国のクレジットサイクルは成熟期に入った」と結論付けてい

る。こうした結論と平仄が合うように米商業銀行の与信は今年に入ってから急ブレーキがかかっており(右図・下)、やはりクレジットサイクルは「Downturn(停滞)」局面に足を踏み入れた可能性が示唆される。与信が出なければマネーサプライは増えず、インフレは上がってこない。理論的には基本の論点である。しかし、来年2月退任が濃厚となるイエレン議長はそれでも正常化の道を志向し、ボードメンバーもこれを見届ける体勢に入っているように見える。そのような花道的正常化は洋の東西を問わず、世界の中銀で見られやすい事実だが、実際のデータが明らかに「待った」をかけている以上、現時点からの利上げはやはりオーバーキルに繋がる懸念があると考えたいところである。

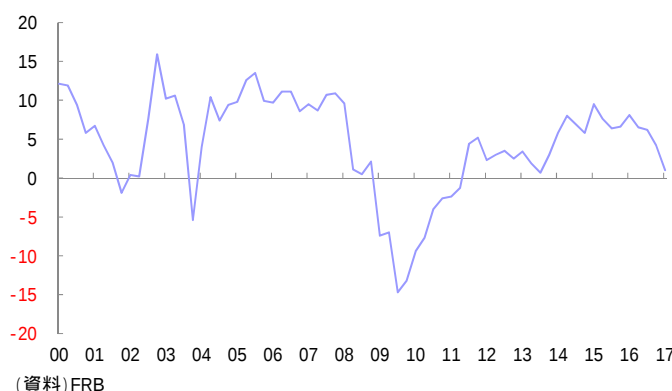
信用サイクルの4段階



(資料) IMF, GFSR, Apr 2017

(%, 前年比)

米商業銀行の与信状況



(資料) FRB

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12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーパー・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	ブラート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プトレード～
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文告修正～
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＝ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	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～
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