みずほマーケット・トピック（2017 年 8 月 15 日）

米インフレ期待の現状について～NY 連銀消費者調査～

昨日はダドリーNY 連銀総裁の強気な発言が報じられている。年内利上げを支持する発言のほか、来るべきバランスシート（B/S）縮小に関し「（市場では）完全に織り込まれていると思う」とのコメントからは相当の自信が見受けられる。だが、FF 金利先物から算出される現時点の利上げ予想確率は 40%程度であり、利上げが当然視されているムードも無く、B/S 縮小と利上げの併存に関し市場は難しいと見ているように思われる。また、昨日は自身が総裁を務める NY 連銀から 7 月の消費者期待に関する調査も公表されているが、これは調査開始以来の低水準を記録している上、調査ベースでのインフレ期待のみならず市場ベースのインフレ期待（BEI）も引き続き精彩を欠いている。ダドリー総裁が何をもってそれほどの自信を抱くのか、にわかには理解が難しく、自身の分析能力を過信する「中銀の慢心」が垣間見られたように思えてならない。

～危うい政権運営は変わらず～

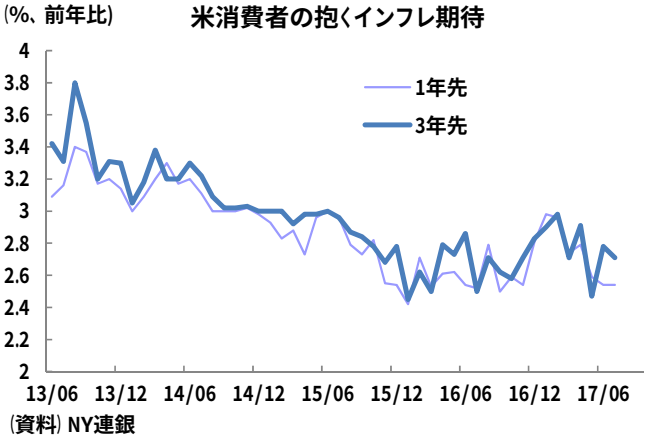
昨日の為替市場では北朝鮮情勢を巡る緊張がやや緩和したことに伴い市場のリスク許容度も改善しており、為替市場では円売り優勢の中、ドル/円相場も 8 月 10 日以来の 110 円台に復帰している。懸案の VIX 指数も 12.3 まで急落しており、このまま再び低ボラティリティ相場に回帰するのか注目したいところである。しかし、北朝鮮情勢からの注目が逸れているのは米バージニア州シャーロッツビルにおける白人至上主義団体と反対派の衝突がクローズアップされているからという側面もありそうであり、トランプ米大統領の政権運営が危うそうであることについて、何ら状況は変わっていない。国内外に波乱要因を抱えたまま、当初期待されたような拡張財政計画を打ち出し、執行できるのかどうかは引き続きかなり不透明であり、結果的に米金利やドルの上値は限定的と考えたい。

～インフレ期待低迷を示す NY 連銀の消費者調査～

ところで、昨日はダドリーNY 連銀総裁が「年内もう 1 回の利上げを支持するだろう」との発言を行った上で、バランスシート（B/S）縮小についても「市場で計画は想定内だ。全般的に好意的に受け止められ、完全に織り込まれていると思う」、「最新の FOMC の声明でも比較的早期に実施するとの見通しを示した。実際にそうなるとみている」と強気の姿勢を示した。だが、FF 金利先物から算出される現時点の利上げ予想確率は 40%程度であり、利上げが当然視されているムードは無い。少なくとも B/S 縮小と利上げの併存に関して難易度が高いと考えている向きは多いと思われ、「完全に織り込まれている」という認識が何を見ての評価なのかは気がかりである。実際のところ、物価は実績・期待共に芳しく無い情勢が続いており、市場の織り込みとは別次元の問題として、そもそも利上げや B/S 縮小といった正常化の推進が正しいのかを考えるべき状況にあるように思えてならない。

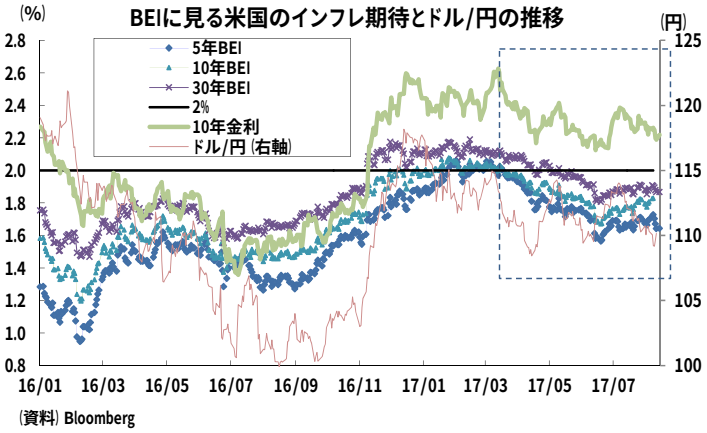
例えば、昨日の NY 連銀からは 7 月の消費者期待に関する調査も公表されているが、インフレ期待は 1 年先、3 年先ともに調査開始以来の低水準を記録している。具体的にはインフレ期待の中

央値に関し、3 年先が前月の+2.78%から+2.71%へと低下し、1年先は前月の+2.54%から横ばいとなっている。図にも示されるように、調査が開始された 2013 年 6 月以降（それはFRBが正常化プロセスへの意思表示を始めたタイミングでもある）、インフレ期待は右肩下がりであり、この間にテーパリング、利上げ（4 回）、B/S 縮小のコミットメントが行われたことを踏まえると、やはり政策と現実の間に齟齬が生じているように感じられる。



～ダドリー発言に感じる「中銀の慢心」～

そうした調査ベースでのインフレ期待が低迷する中、市場ベースのインフレ期待も引き続き精彩を欠いている。右図は 5 年、10 年、30 年のブレイクイーブンインフレ率（BEI）、米 10 年金利、ドル/円の推移を比較したものである。過去の本欄でも何度か指摘した点ではあるが、ドル/円は米 10 年金利の動きに応じて上下してきた一方、この間のインフレ期待は穏当な動きにとどまっていた。具体的には年初からの半年間、インフレ期待は徐々に低下傾向にあった。6 月末のドラギ ECB 総裁によるシントラスピーチを境に底打ちの兆しが見られているものの、トランプ大統領誕生後に盛り上がったリフレ期待が徐々に収縮しているとの評価が妥当だろう。現状の FOMC の主流派のスタンスは「完全雇用が実現されている状況下、突如として賃金やインフレ期待が非線形に急騰し、まとまった幅での利上げが必要になる可能性がある。それは実体経済にとっては有害ゆえ、フォワードルッキング（予防的）に手を打つべき」というものである。だが、現状の各種インフレ期待を見る限り、そのような問題意識の適切さを裏付ける動きは見出せない。そもそもインフレ期待の低迷は来るべき実体経済の低迷を予見している可能性もあり、そうだとすれば正常化プロセスの推進はやはりオーバーキル懸念に直結することになる。昨日のダドリー発言からは、そうした当然に懸念すべき論点に対し、全く配慮が無いという印象を受け、自身の分析能力を過信する「中銀の慢心」が垣間見られたように思える。



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に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8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版（ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～）
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版（メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～）
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年6月分）
2017年7月21日	週末版（日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～）
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版（ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～）
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～
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	相次いで弱気化する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～燻る「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～ベー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～内政の苛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～