

みずほマーケット・トピック(2017 年 8 月 17 日)

FOMC 議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～

FOMC 議事要旨(7 月 25～26 日開催分)がハト派寄りを受け止められたことでドル売りが進んでいる。9 月 19～20 日開催の FOMC でバランスシート(B/S)縮小計画を公表すること自体は既定路線としても、その背後では物価の現状と展望について強気・弱気、両サイドの議論が交わされていた模様。多く(many)の参加者が最近の物価低迷の大部分は「idiosyncratic factors(一時的な要因)」を反映していると考えている一方、同様に多く(many)の参加者が「現状の物価の弱さが予想以上に長期化する可能性」を指摘しており、物価の現状認識について議論が混線している様子が見受けられる。また、「低いインフレ率と低い失業率の併存」に関する理由について具体的に議論された跡も見られ、現状の論点整理として非常に示唆に富む。フィリップス曲線を前提とする政策運営に対し、疑義が生じ始めている兆候は重要と考えたい。

～懸念される9月以降の米議会運営～

昨日の為替市場ではドル相場が下落する展開で、本日東京時間午前のドル/円相場は断続的に 110 円を割り込む動きが続いている。北朝鮮情勢の緊迫化を覆い隠すように突如浮上した白人至上主義団体と反対派の衝突はトランプ米大統領の事後対応の不味さも手伝って延焼しており、メンバーの相次ぐ辞任の末、昨日は 2 つの助言組織が解散に追い込まれるという展開に至っている。このまま9月の議会開始を迎えれば債務上限引き上げに係る議会運営が難渋する可能性が高く、元より頓挫している減税政策の計画・執行もさらに遠のくことが予想される。米金利とドルを下押しする材料と考えて差し支えなく、引き続きドル/円相場はダウンサイドリスクが大きいと考えたい。

～物価の現状認識に関する議論が混線？～

なお、昨日のドル下落には FOMC 議事要旨(7 月 25～26 日開催分)の内容がハト派寄りを受け止められたことも寄与している。9 月 19～20 日開催の FOMC でバランスシート(B/S)縮小計画を公表すること自体は既定路線としても、その背後では物価の現状と展望について強気・弱気、両サイドの議論が交わされていた様子が窺える。この点に注目した上で議事要旨を読み進めてみたい。

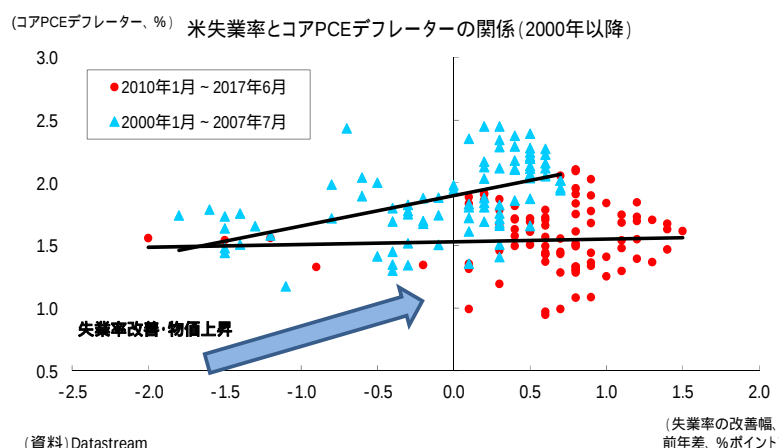
まず、物価に関しては「参加者は最近数か月のインフレ率の軟調さを議論した」と記述された後、多く(many)の参加者が最近の物価低迷の大部分は「idiosyncratic factors(一時的な要因)」を反映していると考えていることが示されており、この点はイエレン FRB 議長の記者会見とも平仄が合う。具体的には、年後半にかけてそうした一時的な要因の影響によって個人消費支出デフレーター(PCE)が伸び悩みそうであることが指摘されつつも、今後 1～2 年でそれは浮揚し始め、2%まで上昇したところで安定するとの基本認識が示されている。ここからは当座見られるであろう PCE の軟化をもって、緩やかな利上げペースと B/S 縮小方針が変わることはないという心境が窺い知れる。

ここまでは大きな意外感はないが、その後、多くの参加者が「現状の物価の弱さが予想以上

に長期化する可能性」を見込んでおり、何人かの参加者に関しては「物価見通しのリスクはダウンサイドに傾斜していることを指摘した」との記述も見られている。つまり、「多くの参加者 (many participants)」を主語として、物価の弱さが「一時的」と考えている記述と「予想以上に長期化する」と考えている記述が併存しており、物価の現状認識について議論が混線している様子が推測される。また、インフレ期待に関しては 1 名の参加者が最近数か月のインフレ期待の計数を踏まえ安定を指摘しているものの、ほかの 2〜3 名 (a few) はインフレ期待の低迷継続はインフレ率の下押しになるとの考えを示している。インフレ期待についてはハト派な見方の方が優勢にも見える。

～疑われるフィリップス曲線:4つの理由～

特に今回の議事要旨で目を引いたのは物価上昇のメカニズムに関して、踏み込んだ議論が見られた部分である。ここではまず、多くの (A number of) の参加者は「政策決定に使用されるインフレ率の分析の大部分は、財・サービス・雇用への需要が長期的に維持可能な水準を超えるに伴って価格や賃金の上昇程度も増すというフレームワークに依存して



いる」と指摘したことが記述されている。これは雇用市場で言えば、フィリップス曲線を前提とした分析が重宝されている状況を指摘しているものと思われる。しかし、2〜3 名 (a few) の参加者からはこうした枠組みは物価予想に際して有用 (useful) ではないとの意見も見られている。現時点では殆ど (most) の参加者は有効だと考えている模様だが、2〜3 名とはいえ FOMC 内部において経済や雇用の好調と物価の先行きの繋がりを疑う者が出てきていることは重要な動きではないか。本欄でも繰り返し論じているように、事実としてフィリップス曲線がフラット化している状況下 (図)、やはりそれを慎重に扱おうとする姿勢が自然に思われる。

さらに、「低いインフレ率と低い失業率の併存 (the coexistence of low inflation and low unemployment)」に関する理由について具体的に議論された跡も見られ、現状の論点整理として非常に示唆に富む。今回の FOMC では、①需給逼迫に対する物価の感応度が逡減している、②自然失業率が現状以上に低い (≡まだスラックが存在する)、③労働市場の引き締めから名目賃金に波及するラグの存在、④グローバル化の進展や技術革新による価格支配力低下といった要因が指摘されており、いずれも首肯できる要因である。6 月の FRB スタッフ見通しでは失業率予測が引き下げられる一方で物価予測が据え置きという修正が見られたが、これは要するに自然失業率が当初の想定よりも一段と低いところにあったことを意味しており、②の要因を示唆していた。

仮に、上記 4 つの要因のうち②や③に物価低迷の理由を求めるならば、現行の「いずれ上がってくる」という政策スタンスと両立するだろう。そうではなく①や④ならば構造的かつ持続的な理由となってくるため、現行の政策スタンスとはバッティングするように思われる。現在の FOMC は恐らく②や③の可能性を念頭に置いていると思われるが、こうした議論が出ること自体、正常化プロセスの

先行きについて不安を覚える参加者が現れ始めているということではないだろうか。少なくとも「フィリップス曲線を疑う」という空気が FOMC 内で見え隠れし始めていることは重要な兆候と考えたい。

なお、2 名 (a couple of) の参加者からは生産や雇用が完全雇用水準をオーバーシュートしてきた場合、物価の資源稼働率に対する反応が強まるとの懸念も示されている。イエレン議長も再三示唆しているように、現在の FOMC では「物価が突然上昇した場合、短期間で大幅な利上げが必要になる。それは経済・金融情勢にとって悪影響をもたらす」という懸念を盾に正常化プロセスが運営されている感が強く、この 2 名の懸念はまさに同様の点を指摘しているものと思われる。しかしながら、ほかの参加者からは「そのような非線形な反応は実証的な支持が殆ど無い」との指摘が行われており、さほど FOMC 内で意見集約が進んでいる見方ではないことが分かる。この点も以前よりは FOMC のムードが物価に対して軟化した様子を窺わせる。本欄や『中期為替相場見通し』では物価動向に配慮しない FRB の正常化プロセスが景気のオーバーキルに繋がる可能性を懸念してきたが、FOMC においてもじわじわとそのような見方が芽吹き始めているのではないか。

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.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16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
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～
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「賃」～
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～次の論点は外資的視点～)
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文書修正～
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～おそろ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～燦る「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の前に～