

みずほマーケット・トピック(2017 年 8 月 28 日)

ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～

注目されたジャクソンホール経済シンポジウムにおいてイエレン・ドラギ両総裁から政策運営に対するヒントの提供はなかったものの、両者共に金融システムの安定とそれに資する規制強化の必要性を言及した点は重要と考えたい。過剰な緩和が投機を誘発し、これが再度危機をもたらすような展開を警戒しているのだとすれば、指標の悪化程度で正常化を止めるという判断には至らない可能性がある。筆者を含め、少なくない市場参加者は現行の正常化プロセスについて「景気のオーバーキルに繋がる」と考えるが、FRB や ECB は「バブル抑制を通じた金融の安定が持続的な成長に繋がる」と考えている節がある。相場のシナリオを検討する立場からすれば、物価の騰勢が確認されない中で引き締め的な政策変更は景気下振れを誘発し、正常化プロセスはいずれ頓挫、当該通貨は売られ、金利も下がるという展開を予想せざるを得ない。

～大統領が正常化の障害に～

筆者、夏季休暇中の為替市場は小動きであった。過去 1 週間を振り返ると、トランプ米大統領が選挙公約であるメキシコとの間の壁建設に関し、必要とあれば連邦政府機関を閉鎖してでも(財源を確保し)実現すると述べたことやコーン国家経済会議(NEC)委員長が税制改革日程について前向きな示唆をしたこと、そして先週末には注目のジャクソンホール経済シンポジウムの開催など、相応に大きな材料が相次いだ。だが、それによって相場の水準感が変わる展開にはなっておらず、ドル/円相場は一時 108 円台こそつけたものの、概ね 109～110 円に収まって推移している。

しかし、トランプ大統領と共和党幹部の間の確執が激化し、米政府機関閉鎖の可能性や浮上していること自体は FRB の正常化プロセスを阻害する遠因になるはずであり、米金利やドルにとって重石となるものだろう。ほかならぬトランプ大統領の存在が正常化を阻む障害になりつつある。

～ジャクソンホール講演のレビュー～

材料なしとの評価で通過したジャクソンホール経済シンポジウムだが、簡単なレビューは行っておきたい。そもそも今回のシンポジウムのテーマは「ダイナミックな世界経済の促進(Fostering a Dynamic Global Economy)」であり、目先の金融政策運営を語る筋合いはなく、シンポジウムの趣旨に照らしてもこれが正常な姿であった。こうした大枠に沿って各人の講演テーマも設定されており、イエレン議長は「Financial Stability a Decade after the Onset of the Crisis」、ドラギ ECB 総裁は「Sustaining openness in a dynamic global economy」と設定され、やはり目先の政策運営から離れた大局的なテーマが打ち出された。ちなみに昨年、一昨年のテーマは 2015 年が「Inflation Dynamics and Monetary Policy」、2016 年が「Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future」であったため、自ずと政策運営への言及は不可避であったことは対照的である。

まず、9 月 19～20 日の FOMC においてバランスシート(B/S)縮小計画の提示が確実視される

FRB のイエレン議長の講演は「材料なし」と判断された後述のドラギ総裁講演よりもさらに掴みどころのない内容に終始した。この期に及んで B/S 縮小計画の公表が見送られる可能性を見込む向きは殆どなく、言及がなかったことを受けて強引にハト派解釈が流布するような展開にもなっていない。ヘッドラインとして取り沙汰される「金融システム安定に対し規制を割り当てる」というマクロプルーデンスの思想はイエレン議長の従前からの主張に沿ったものであり、目新しさはなく、また市場の関心事でもない。敢えて言えば、金融規制緩和に積極的なトランプ大統領との立場の違いが際立つ論点であるため、イエレン議長がこれに執心するのであれば、イエレン再任の可能性を減じるものとして深読みすることはできるかもしれないが、あくまでサイドストーリーに過ぎないだろう。

しかし、最近の FRB の正常化の動機がデュアルマנדートから離れ、株価の高止まりに代表される資産バブル抑制の色合いを帯び始めているのは周知の通りである。政策運営に対する直接的な言質を与えない講演ではあったが、「不必要な緩和環境が過剰なリスクテイクおよび資産価格の騰勢に繋がっている」との問題意識が FOMC にはあり、そのために利上げ、B/S 縮小そして金融規制強化が必要という政策観が強まっていることの確認にはなったのではないか。その意味で、今回の講演が全くのノーヒントだったわけではなく、資産価格抑制を問題視する中で金融規制の強化同様、正常化も必要との胸中が透けて見える。この観点に立てば、物価や雇用が冴えない状況であっても、利上げや B/S 縮小方針は続くという展開が予見される。

～ユーロ高を気にしていないはずはない～

一方、ドラギ ECB 総裁講演に関しても、保護主義や金融規制緩和への懸念を訴えかける内容が目立ち、政策運営に対する言及はこれといってなかった。来週 7 日に政策理事会を控える中、敢えてヒントを提供する筋合いは無いとの思いもあっただろう。もっともイエレン講演ほど金融政策への言及がなかったわけではなく、現行の緩和は奏功しており、ユーロ圏経済の回復基調が続いているとの考えは示された。その上で物価が低迷している現状にも言及があり、目標への収束を果たすべく引き続き忍耐強さをもって政策運営すべきという従来の考え方が強調されている。額面通り受け止めれば、ECB の緩和策は当面継続されとの予想に繋がるものだろう。

だが、金融市場では、8 月 17 日公表の ECB 政策理事会議事要旨(7 月 20 日開催分)においてははっきりとユーロ高がけん制されていたこともあって、今回のジャクソンホール講演でも同様の意思表示があるのではないかと構える向きがあった。そのため「ユーロ高けん制がなかった→ユーロ高容忍」というやや無理筋な解釈が支配的となり、講演後のユーロ/ドル相場は騰勢を強め 1.1963 と 2015 年 1 月以来の高値まで上昇している。とはいえ、こうした相場解釈には危うさがあるだろう。過去の本欄でも繰り返し論じているが、今後、ドラギ総裁を含む政策理事会はユーロ高を問題視する可能性が高い。ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は最新の 7 月分で前年比+1.3%であり、+2%から大分距離がある。6 月スタッフ見通しの想定為替レートである「1.08」からは約+10%上振れしており、ほかの条件が一定ならば、為替効果だけで今後の HICP が▲0.5%ポイントほど下押しされる可能性がある(1%のユーロ高が▲0.05%ポイントの HICP 下押しに繋がるとの想定)。とすれば、HICP の+1%割れも十分視野に入ってくるはずであり、正常化プロセスは自ずと壁に突き当たる。

ジャクソンホール講演で言及がなかったからと言って ECB がこれ(ユーロ高)を気にしていないという決めつけは危険であり、望む・望まないに拘らず物価の低迷を通じてユーロ高への問題意識は

今後表面化してくると思いたい。また、それ以前に高い金利や通貨を重荷に感じる加盟国(伝統的にはフランスやイタリア)からの苦情も警戒され、そもそも正常化プロセスが分相応の政策運営なのかどうかという基本的な視点も今後試されるはずである。

～敢えて含意を読み取るならば・・・～

イエレン・ドラギ両総裁から政策運営に対するヒントの提供はなかったが、敢えて含意を読み取るならば、両者共に金融システムの安定とそれに資する規制強化の必要性を言及した点は重要である。既に述べたように、過剰な緩和が投機を誘発し、これが再度危機をもたらすような展開を警戒しているのだとすれば、指標の悪化程度で正常化を止めるという判断には至らない可能性がある。

筆者を含め、少なくない市場参加者は現行の正常化プロセスについて「景気のオーバーキルに繋がる」と考えるが、FRB や ECB は「バブル抑制を通じた金融の安定が持続的な成長に繋がる」と考えている。結局のところ、これは時間軸の違いである。FRB や ECB は「短期的な景気回復を多少犠牲にしても長期的にクラッシュしないことが重要」と考えるが、市場参加者にとって景気の犠牲は多少でも大事(おおごと)であり、だからこそ雇用統計や消費者物価指数(CPI)が芳しくない結果に終われば、例えば米国債が買われ、ドルや株は売られる。こうした構図について、市場が短絡的で、中銀が冷静という評価を下すのは簡単だが、そもそも物価がかつてほど上がらなくなった世界において、危機前の状況への復帰を目指す「正常化」が果たして真の意味での正常化と呼べるのかどうかは真摯に考えたいテーマだろう。

相場のシナリオを検討する立場からすれば、物価の騰勢が確認されない中での引き締めの政策変更はやはり景気の下振れを誘発し、正常化プロセスはいずれ頓挫、当該通貨は売られ、金利も下がるという展開を予想せざるを得ない。とりわけドル相場に関しては過去 3 年間の上昇が調整する途上というのが引き続き筆者の基本認識であり、FRB の正常化プロセスに応じて買い進めることが聡明とは考えられない。

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25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
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～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてののびどころ～
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トレード～
2017年6月21日	カシカリ・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」が「価格」が「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～