

みずほマーケット・トピック(2017年9月7日)

## タカ派の劣勢が強まる FOMC ~ フィッシャー辞任を受けて ~

フィッシャーFRB 副議長が任期途中の10月中旬をもって退任することが公表され驚きを呼んでいる。退任理由は個人的理由とされるが、金融規制を巡るトランプ米大統領との政策観の違いを指摘する向きは多い。マクロプルーデンス政策支持の最右翼に位置したのがフィッシャー副議長であり、イエレン議長もこれに類する立場だが、最年長の同氏が正常化の理論的・精神的支柱であったことは多くが指摘する通り。同氏の途中辞任はただでさえ劣勢のタカ派をさらに追い込む可能性も。イエレン FRB 議長の任期が来年2月、フィッシャー副議長が来年6月であったため、このまま「イエレン議長続投無し」となれば、政策の連続性が失われ、唐突にハト派に振れる可能性も出てきたように思われる。政策の継続性ないし安定性を望むならばイエレン議長再任という線が強まったとも考えられるが、低金利とドル安を好むトランプ大統領が送り込む人材が今後支配的になってくる状況には変わりはなく、ドル安シナリオは継続。

### ～債務上限を巡る懸念は後退したもの…～

昨日の為替市場ではトランプ米大統領と民主党が債務上限の3か月適用停止で合意したことを好感してドル相場が上昇する動きが見られている。カナダ中銀による予想外の利上げを受けて売り優勢だったものの、テクニカルデフォルトを懸念する向きまで見られ始めていた米金利市場に安堵感が広がったことが結果的にFRBの「次の一手」に対する期待を高めたものと考えられる。とはいえ、北朝鮮情勢に端を発する地政学リスクの高まりは一向に収束する様子が窺えず、肝心要の物価が騰勢を強めていないという現実も全く変わっていない。少なくとも今後のFRBの正常化プロセスはバランスシート(B/S)縮小に注力した上で、金利調節からは距離を置くことになるだろう。

### ～FOMC タカ派はフィッシャー辞任で劣勢に～

ところで昨日はフィッシャーFRB副議長が任期途中の10月中旬をもって退任することが公表され驚きを呼んでいる。退任理由は個人的理由とされるものの、金融規制を巡るトランプ米大統領との政策観の違いを指摘する向きは多い。これによりFOMC執行部(正副議長+理事)は近く行われる

FOMC執行部の顔振れと任期

氏名	フリガナ	役職	任期	タカ・ハト
Janet L. Yellen	ジャネット・L・イエレン	議長	2014.2.3～2018.2.3	タカ派
Stanley Fischer	スタンレー・フィッシャー 途中辞任へ	副議長	2014.6.16～2018.6.12	タカ派
Randal Quarles(予定)	ランダル・クォールズ(予定)	副議長(予定)	予定	タカ派?
Jerome H. Powell	ジェローム・パウエル	理事	2014.6.16～2028.1.31	中間
Lael Brainard	ラエル・ブレйнаード	理事	2014.6.16～2026.1.31	ハト派
空席	-	-	-	-
空席	-	-	-	-

(資料)FRB

クォールズ氏の銀行監督担当副議長指名に関する上院銀行委員会における投票が成功裏に終わったとしても、7名中3名が空席という状態が続くことになる(前頁表)。

現在の FOMC における正常化プロセスの動機は資産価格の抑制にありそうであり、物価が騰勢を強めているわけではない。議事要旨や議長会見などから察するに、行き過ぎた緩和状態が株を筆頭とするリスク資産の価格を過剰に押し上げ、将来的にこれが大きく調整した場合にショックが予想されるため、「漸次的な利上げで少しずつガス抜きを図りたい」というのが本音に近そうである(逆に言えば、そうでなければはっきり「株価は割高」などと中央銀行から情報発信することはあるまい)。そうしたマクロプルーデンス政策支持の最右翼に位置したのがフィッシャー副議長であり、イエレン議長もこれに類する立場だが、最年長の同氏が正常化の理論的・精神的支柱であったことは多くが指摘する通りである。同氏の途中辞任はただでさえ劣勢のタカ派をさらに追い込む話になるのではないかと。また、任期に関しては、イエレン FRB 議長が来年 2 月、フィッシャー副議長が来年 6 月であったため、このままイエレン議長退任(で続投無し)となれば、政策の連続性が失われ、唐突にハト派に振れる可能性も出てきたように見受けられる。

### ～ブレイナード節復活?～

なお、昨年までの FOMC においてハト派筆頭格であったブレイナード FRB 理事は今年に入ってから緩やかな利上げを主軸とする正常化プロセスを支持する論陣に鞍替えしつつあったが、ここに来て本来の「ブレイナード節」も目につく。一昨日に行われた講演のタイトルは『Understanding the Disconnect between Employment and Inflation with a Low Neutral Rate』であり、如何にも彼女らしくフィリップス曲線への懐疑を伝えるものとなっている。

講演の中でブレイナード理事は「次に来るべき重要な決定は B/S の正常化である。再投資政策の変更については明確と伝達され、予見されている」と B/S 縮小については前向きな発言をしている。既に年内の計画公表とその縮小イメージまで示してしまっている以上、今さら退けない事情もあると思われるが、今月 19～20 日の FOMC で反対票を投じることはなさそうである。だがその一方、「B/S の正常化が一旦始まったら、私は利上げをする前にインフレ率の動向を注視していきたい」、「インフレ率が目標達成の軌道に乗ったと自信が持てるまで引き締め(≒利上げ)に対しては警戒的であるべき」、「抑制されたインフレ基調によって足許のインフレ率が下押しされているのならば、利上げはさらに緩やかに行うべき」などと述べ、利上げに関しては慎重なスタンスを見せている。

こうした B/S 縮小と利上げに対する対照的なスタンスはどういった考え方に基づいているのか。この点、ブレイナード理事は「原則として B/S も利上げも金融政策のアクティブなツールだが、利上げの効果は広く検証され理解されているものの、B/S はそうではない。ゆえに、一旦 B/S の縮小が始まったら慎重に効果を見極めるべき」という見方を示している。要するに、効果のはっきりしない引き締めツールである B/S 縮小を行使する以上、可能な限り慎重であるべきという思いと見受けられる。その意味するところは B/S 縮小と利上げの同時並行は支持できないということになりそうである。

### ～イエレン再任の可能性強まる?～

最後に、今一度、FOMC 執行部の陣容に目を移してみると、今後は議長を含め 7 名中 5 名(イエレン議長の後任、クォールズ、3 名の理事)のポストがトランプ大統領の好みに沿った人選で埋め

られることになる。真っ当に考えれば、重鎮であるフィッシャー副議長を失う以上、政策の継続性ないし安定性を望むならばやはりイエレン議長再任という線が強まったと考えるべきなのだろう。既報の通り、これまで次期議長として最有力と目されていたコーン国家経済会議(NEC)委員長は人種問題でトランプ大統領に反意を示したことでもはや芽がなくなると言われており、この期に及んでイエレン議長を続投させない必然性も小さくなったと思われる。とはいえ、低金利とドル安を好むトランプ大統領が送り込む人材が今後支配的になってくる状況は変わらず、元より物価情勢を受けて旗色の悪かった FOMC におけるタカ派は劣勢に立たされることになりそうである。かかる状況下、「ドル全面安の下で円高基調は不可避」という本欄の予想の確度は高まっていると考えたい。

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](mailto: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](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9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ圏に對する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
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～
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年上半年の対米証券投資～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ア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年上半年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～花道の正常化は続く模様～
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～円キャリアの兆候はあるか？～
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	プラート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ブレード～
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	盛り上がりえ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～「不要なキャンセル」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～株値は耐えられるのか？～
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～ベネシ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～