

みずほマーケット・トピック(2017 年 10 月 12 日)

FOMC 議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～

FOMC 議事要旨(9 月 19～20 日開催分)は総じて「(物価は)そのうち上がってくるので心配ない」という従前の見解を追認するものであった。しかし、芳しくない物価環境を懸念する声は相応に強まっており、その長期化を見越して政策金利が低位に据え置かれる可能性を指摘する向きもあった。総じてハト派色の強い内容であっただけに、どうしても議事要旨から汲み取れる議論とその結果として出てくる結論の乖離が目についた。年内 1 回・来年 3 回の利上げに加え、バランスシート(B/S)縮小方針の確定までを中心的な予想とし、それを持続するためには、物価の先行きに関し「そのうち上がってくる」という前提がどうしても必要になる。そのように考えると、現状の FRB は結論ありきの法廷弁護士のような政策運営に陥っているようにも感じる。少なくとも市場参加者において「そのうち上がってくる」という FRB の方便が信じられ、暗黙の内に連続的な利上げが肯定されている現状について引き続き筆者は危うさを覚えている。

～「そのうち上がってくる」の認識は変わらず～

昨日公表された FOMC 議事要旨(9 月 19～20 日開催分)では上がらない物価に対する不安感が確実に芽生えている一方、現行の正常化プロセスを止めるわけにはいかないという方向で意見集約が進んでいることが示された。懸案の物価に関しては多くの参加者(many participants)が労働市場の需給ひっ迫が中期的な物価上昇に寄与しそうであるとの判断を継続している。また、今年の鈍い物価環境に関しても、「特殊要因または一時的要因の結果(the result of idiosyncratic or one-time factors)」であり、時と共に失せるだろうと多くの参加者が判断している。要するに、「(物価は)そのうち上がってくるので心配ない」という従前の見解が追認されている。議事要旨中にも「ひっ迫する資源稼働率に対する物価反応のラグ(the lags in the response of inflation to tightening resource utilization)」を踏まえれば、物価の先行きにはむしろアップサイドリスクがあるとの指摘もある。

～強い低インフレ懸念～

もちろん、芳しくない物価環境を懸念する声も相応に強く、市場ではさほど材料視されていないが、やはり重要な問題意識と考えられる。例えば、何名かの参加者(some participants)は技術革新が物価上昇圧力を抑制し、その影響が強まっている可能性を指摘している。その他先進国においても低インフレが続いていることから、グローバルに共通した要因が米国のみならず全世界における物価環境の鈍化に寄与している可能性を指摘する声もある(この点、先週の本欄¹で IMF 分析を題材に議論しているので参照にされたい)。要するに、低インフレはもはや世界的かつ構造的な現象であるという問題意識であり、昨今の経済論壇における最も旬な「謎(コナンドラム)」である。

また、2～3 名の参加者(a few participants)からはインフレ期待の低迷に対する懸念も示されて

¹ 本欄 2017 年 10 月 3 日号『「賃金と雇用の断絶」に関する IMF 分析について』をご参照下さい。

いる。この点、参加者の中では「根強い低インフレが示す含意 (the implications of persistently low inflation)」に関して多くの重要な考察 (a number of important considerations) が提起されたという。この文脈では基調的なインフレ率 (≡コア PCE デフレーター) が+2%を恒常的に下回ることでインフレ期待が押し下げられるリスクに言及があり、そうだとすれば適切な政策パスはインフレ期待を考慮に入れたものにならないと主張は見られている。結論として政策金利が低位に据え置かれる可能性にも指摘が及んでおり、連続的な利上げについて必ずしも満場一致で歓迎するムードが支配的なわけではない様子が見受けられる。

周知の通り、以上のような両サイドの議論はありつつも、FOMC の結論は「PCE デフレーターに代表されるインフレ指標が+2%に向けて安定する」というものであった。だが、9 月スタッフ見通しを策定する際、数名 (several) の参加者が+2%への収斂に関し、当初想定よりも時間がかかる可能性を考慮したという指摘も見られるなど、低インフレへの懸念は強まっているようにも思われる。

～法廷弁護士のような政策運営～

以上のような議事要旨を通じて得られる印象はやはりハト派傾斜であり、どうしても議事要旨から汲み取れる議論と結果として出てくる結論の乖離が目につく。先週の本欄で取り上げた IMF 分析や上述した FOMC 議事要旨に限らず、「低インフレはもはや世界的かつ構造的な現象ではないか」という問題意識は近年、様々な場所で目にするものとなっており、繰り返しになるが、現在の経済論壇の主要トピックと言える。だが、仮に FRB が「構造的に物価は上がらない」という意見を主流として認めてしまうと、正常化の大義は「資産バブル抑制」と「将来的な利下げ余地確保」に集約されることになってしまう。前者はそもそも中央銀行の能力を超えており (バブルかどうかは事後的にしか分からない)、後者は実体経済を顧みない危険な政策運営である。年内 1 回・来年 3 回の利上げに加え、バランスシート (B/S) 縮小方針の確定までを中心的な予想とし、それを持続するためには、物価の先行きに関し「そのうち上がってくる」という前提がどうしても必要になる。そのように考えると、現状の FRB は結論ありきの法廷弁護士のような政策運営に陥っているように感じる。

日々の経済指標などを受けて、米国経済は堅調だから引き締めても問題ないという言説を目にするが、そもそも緩和が継続されていたから堅調だったのではないか。利上げを続ければ家計・企業にとっての資本調達コストは上がり、消費・投資活動は減速する。金融引き締めは減速させるために行うのだから当然である。だが、現時点では経済の体温計であるはずの物価が上がり、どれだけ引き締めにも耐え得る地力があるのかは率直に言って定かではない。少なくとも市場参加者において、「そのうち上がってくる」という FRB の方便が信じられ、暗黙の内に連続的な利上げが肯定されている現状について引き続き筆者は危うさを覚える。

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10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分))～APPは「小さく減らして長く延長、が有力～」
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の姿勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
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～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対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～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～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	ブラット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円割れて思うこと～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～