

みずほマーケット・トピック (2017 年 11 月 6 日)

## パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～

トランプ米大統領は 2 日、次期 FRB 議長にジェローム・パウエル現 FRB 理事を指名すると発表した。連日、事前報道が出ていたこともあり、市場の反応は限定的だが、パウエル理事とイエレン議長の間に実質的な差異が無いとの下馬評がほとんどであるため、「反応が無いのが反応」とも言える。同氏の下でも漸次的な利上げとバランスシート (B/S) 縮小という現行路線が変わることは考えられず、FRB の次期議長が誰になろうと「イールドカーブのフラット化」とそれが示す「株価調整の恐れ」から自由になるのは難しいというのが筆者の基本認識。そうした基本認識は「正常化プロセスはもう長くない」という事実も意味し、米金利の上昇やその結果としての日米金利差拡大を前提としてドル/円相場上昇を予想することも必然的にハードルが高いと考える。

### ～「反応が無いのが反応」～

トランプ米大統領は 2 日、次期 FRB 議長にジェローム・パウエル現 FRB 理事を指名すると発表した。現職のイエレン議長は来年 2 月に 1 期 4 年で退任することになる。再任前提で 8 年任期との慣例が破られ、イエレン議長は 1979 年 8 月に在任期間 1 年 5 か月で退任したミラー元議長以来の短命議長となる。連日、事前報道が出ていたこともあって、市場の反応は限定的である。いや、パウエル理事とイエレン議長の間に実質的な差異が無いとの下馬評がほとんどであるため、「反応が無いのが反応」といった方が良いかもしれない。パウエル指名の報道を受けて「ハト派継続→株高・ドル軟調」との相場解釈も見られているが、漸次的な利上げとバランスシート (B/S) 縮小という現行路線が変わることは考えられず、目先着手すべき新しい政策変更ももはやない。パウエル体制への切り替えは円滑なものが想定され、議長人事を材料とするトレードは長く続かないだろう。

### ～パウエル議長下ではイールドカーブの形状は不変～

先週の本欄でも議論したように、漸次的な利上げと中立金利 (利上げの終点) の引き下げが同時進行する現状は結果としてイールドカーブのフラット化を想起させる。パウエル理事の議長昇格が伝えられた先週 2 日から 3 日にかけての米債券市場では 30 年金利と 5 年金利の差が 2007 年以来的水準まで縮小する動きが見られるなど、年初来の傾向がさらに強まった印象である (図)。もちろん、利上



げそれ自体は景気を引き締めが目的なのだから、成長減速やインフレ期待低下を想定する市場参加者の思惑を映じてイールドカーブは、程度の差こそあれ、フラット化するものであり、今次正常化に限った話ではない。

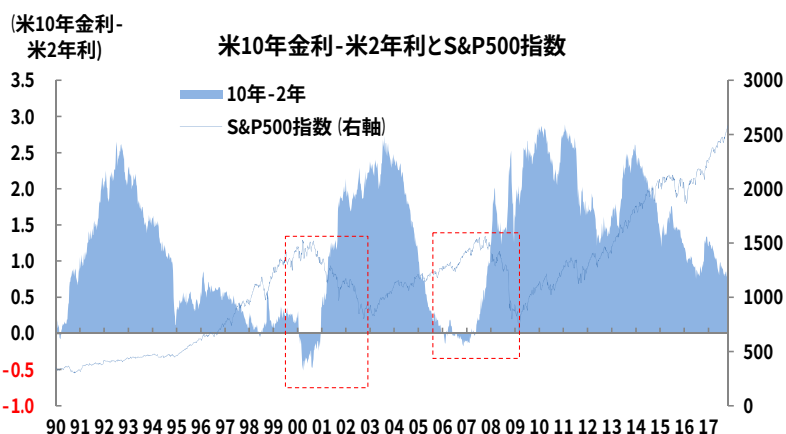
だが、現状では日欧でマイナス金利が採用されたままであり、新興・資源国まで視野を広げても米国ほど正常化に前向きな中央銀行は存在しない（先般のイングランド銀行による利上げはスタグフレーション予防の色合いが濃く、正常化とは趣が異なる）。その結果、「唯一金利が付く通貨」としてドル建て資産の投資妙味が相対的に上がりやすく、投資資金はどうしても米国へ向かいやすい。過去の利上げ局面と比較しても殊更、米金利が上がりにくい市場環境になっていると言えるだろう。主観を排した機械主義的な政策運営で政策金利のジャンプアップを想起させるスタンフォード大学のテーラー教授のような議長人事ならば米債券市場も急旋回を迫られた可能性があるが、現状追認型のパウエル議長の下でこうしたイールドカーブの形状が劇的に変わることは考えにくいというのが、今回の人事を受けて最も意識すべき論点だろう。

なお、今後指名される金融政策担当副議長の人選次第では現状路線が追認されない可能性もあるという声もある。しかし、副議長人事だけで米金利環境が大きく変わるという展開をメインシナリオに据え置くのは非現実的であり、少なくとも足許の債券市場はそう思っていない。

### ～フラット化傾向と株価調整、為替見通し～

また、イールドカーブのフラット化が他国の貧相な投資環境と表裏一体であるとしても、米経済の先行きに強気を抱く者が多ければ、やはり金利は上がるものだろう。現状、正常化を進めているにもかかわらず米金利がはっきりと上昇してこない理由は、米経済・物価の先行きに対して天井感を抱く市場参加者が多いからに他なるまい。この点、目下好調を維持している株式市場との間に矛盾が生じるが、フラット化（もしくはその傾向が強まった結果としての逆イールド）はリスク資産が軟化する前兆であることも思い返しておきたい。

過去を振り返ってみても、イールドカーブのフラット化と株価下落の間には比較的安定した関係が見受けられ、特に逆イールドはその後の株価急落の有力な先行指標だった（図）。現時点で逆イールドまで展望するには距離があるが、元より株の割高感が指摘されて久しい状況下、イールドカーブのフラット化も合わせ見れば、やはり現在の盤石な局面は株価下落によって変化が迫られる可能性



(資料) Bloomberg

は高いように思えてくる。FRB の次期議長が誰になろうと「イールドカーブのフラット化」とそれが示す「株価調整の恐れ」から自由になるのは難しいというのが筆者の基本認識である。

また、そうした基本認識は「正常化プロセスはもう長くない」という事実も意味する。かかる状況下、米金利の上昇やその結果としての日米金利差拡大を前提としてドル/円相場上昇を予想することも

やはりハードルが高いという話になる。パウエル次期議長の下でも、本欄や『中期為替相場見通し』で予想する円高・ドル安方向のメインシナリオは全く変わるものではない。

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](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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](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11月2日  | 週末版「FOMCを終えて～「危ない橋」を渡るFRB～」                                  |
| 2017年11月1日  | 日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～                                   |
| 2017年10月31日 | メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～                                   |
| 2017年10月30日 | ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～                                    |
| 2017年10月27日 | 週末版                                                          |
| 2017年10月24日 | 「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ                                           |
| 2017年10月23日 | 衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分) |
| 2017年10月20日 | 週末版                                                          |
| 2017年10月19日 | 為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～                                    |
| 2017年10月18日 | ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～                              |
| 2017年10月17日 | 「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク                                         |
| 2017年10月16日 | G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～                                   |
| 2017年10月13日 | 週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)                          |
| 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～                                   |
| 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)～APPI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～<br>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   | タカ派の劣勢が強まる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～テーバ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～<br>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～「雷吹けど踊らず」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  | 盛り上げられ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～)                              |