

みずほマーケット・トピック(2017 年 12 月 20 日)

3 度目のカシュカリ・エッセイを受けて

昨日は現在の FOMC においてハト派の筆頭格であるカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が利上げの反対理由を記述した恒例のエッセイを公表している。その内容は旗幟鮮明であり、今のメンバーの中で最も主張にぶれがないものとして注目に値する。特に、フラット化する米国のイールドカーブについて懸念を表明しており、「高まるリセッションリスクを示す最良のシグナルの 1 つ (one of the best signals) であり、過去 50 年間、全てのリセッションに先行してきた」と述べている。世界で最も多様かつ多額の資金が集中する米国債市場が FRB の利上げを受けて不安を募らせ、不況の到来を警告し始めていることについて、いまだ少し真摯に受け止めるムードが出てきても良いだろう。そのほか物価目標が本来あるべき解釈をされていないこと、労働市場には依然、スラックが認められることなども指摘されており、いずれも切れ味が鋭い。

～3 度目のカシュカリ・エッセイ～

昨日の為替相場では米税制改革法案の下院通過を受けてドル/円相場は一時 113.08 円まで値を上げたが、一部条項に修正が必要との報が伝わると 112.52 円まで値を下げた。各種減税を含むトランプ政権の拡張財政政策はドル/円相場が上離れする数少ないきっかけと思われたが、今のところ、流れを変えるには至っていない。一方、昨日はカプラン・ダラス連銀総裁が「逆イールドカーブは過去において、リセッションの先行指標としてかなり信頼性が高い傾向があった。今回は違うかもしれないが、安心はできない」と発言している。本欄では繰り返し議論しているテーマだが、2018 年は米イールドカーブのフラット化ないし逆イールド化が大きな論点となりそうなことは間違いないだろう。そうした状況下、拡張財政だけで局面を開けると考える市場参加者も多くないのだろう。

同様に、現在の FOMC においてハト派の筆頭格であるカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁も比較的強い口調で現行路線に疑義を唱えている。カシュカリ総裁は反対票を投じた後に同連銀 HP で必ずエッセイを公表してきた。今年 3 回目の利上げに対しても『なぜ私は 3 度目の反対をしたのか (Why I Dissented a Third Time)』と題し、エッセイを公表している。その内容は旗幟鮮明であり、今のメンバーの中で最も主張にぶれがないものである。本欄や外部寄稿¹において、過去のエッセイを取り上げたが、今回も非常に的を射たものになっているので紹介しておきたい。

今回のエッセイについて、特にヘッドラインでは以下のような言動が報じられている：

- インフレ上昇が不在の中で利上げを続ければ、賃金の伸びを不必要に押しさげる可能性があるほか、リセッション(景気後退)の確率を高めかねない
- 債券市場はリセッションの確率が高まりつつあることを示している

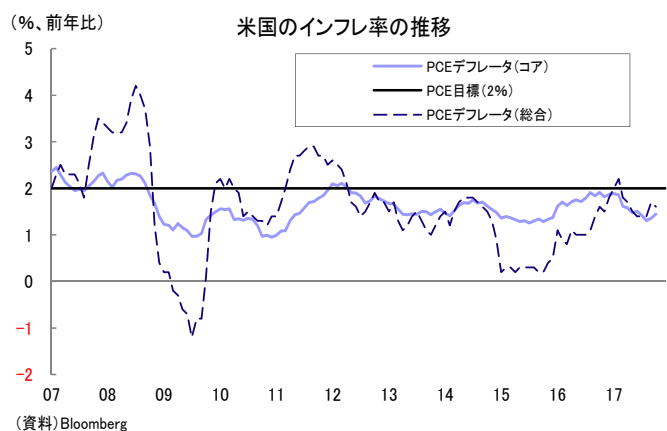
¹ 例えばロイター外国為替フォーラム『米利上げに警鐘、カシュカリ論文の明察』(2017 年 6 月 26 日配信) などをご参照下さい。

- 当局の利上げに反応して、イールドカーブは著しくフラット化しており、景気後退リスクの高まりを示唆している可能性がある

上記以外にも、フラット化するイールドカーブについて「高まるリセッションリスクを示す最良のシグナルの1つ (one of the best signals)」であり、過去 50 年間、全てのリセッションに先行してきた」と述べている。世界で最も多様かつ多額の資金が集中する米国債市場が FRB の利上げを受けて不安を募らせ、不況の到来を警告し始めていることについて、真摯に受け止めている様子が窺える。また、今年のドル相場はそうした債券市場の思惑を共有するように動いていたと言えよう。カーブのフラット化傾向が続く限りにおいて、ドル相場もまた、軟調な地合いが続く可能性が高いと考えたい。

～シンメトリック・ターゲットとの認識を～

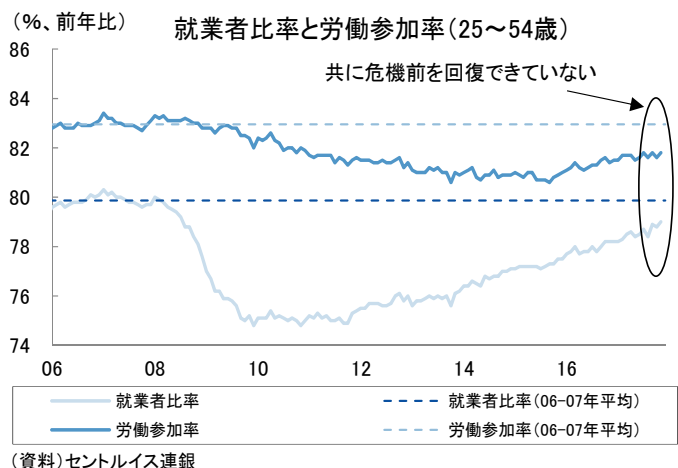
過去、カシュカリ総裁が幾度も指摘している点だが、FRB の掲げる 2% 目標はあくまで「対称的な目標 (a symmetric target)」である。今回のエッセイでも、「たとえ目標に到達又は超えていたとしても、2.6% のインフレ率は現在の 1.4% よりも懸念すべき事態とは言えない。何故なら我々の目標は対称的なものだからだ」と述べている。そして、6 月利上げから 12 月利上げの間に個人消費支出 (PCE) デフレーターは総合で 1.7% から



1.6% へ、コアで 1.6% から 1.4% へ減速している。目標からの絶対的な距離が遠くなる過程でなぜ利上げをする必要があるのか。今、FRB が懸念すべきなのは目標からの乖離幅である「0.6% ポイント (2.0% - 1.4%)」を少しでも縮めようとするのではないのかというのがカシュカリ総裁の思いだろう。もちろん、携帯電話料金の引き下げなどによる一時的な要因が物価の下押しに寄与している面はあるだろうが、それが本当に一時的かどうかは時間が経たなければ分からないとも述べている。

～労働市場にはまだスラックがある～

そうした物価状況にもかかわらず利上げを継続する理由はひとえに「物価はこれから上がってくるから」という前提があるわけだが、この前提には「完全雇用が近づいており、賃金がこれから上昇してくる」という大前提がある。実際、失業率は 4.1% まで低下しており、数字の上ではそうした議論に大きな違和感はない。だが、周知の通り、賃金の伸びは加速していない。カシュカリ総裁の指摘するように、米国全体の就業者比率が高齢化の影響



で低下するのは不可抗力だが、「働き盛りの世代(プライムエイジ、24～54 歳の層)」の就業者比率に絞ってみると、改善(上昇)しているのは間違いないが、危機前の水準を回復できていないという事実もある。これは労働参加率も同様である。要するに、労働市場にはまだスラックが存在するのであり、賃金が上がってこない理由もこの辺りに見出せるだろう。

～拙速な利上げが米経済の腰折れを早める～

エッセイの結論部分では「6 月利上げから労働市場は明らかに改善しているものの、それがインフレおよびインフレ期待の上昇に繋がっていない」という状況確認をした上で、金融システムもリスクに晒されているわけではないとの認識も示している(仮に資産価格が調整して投資家が損失を被っても、それは FRB の関知するところではない、というのがカシュカリ総裁のスタンス)。その上で「新たな動向(One new development)」としてはイールドカーブのフラット化が認められ、これが注意喚起を迫っているとの指摘もなされている。さらにその後、「リスクマネジメントの観点から言えば、我々は低いインフレ率に対処するよりも、高いインフレ率に対処する時の方がより強力なツールを備えている」との指摘もその通りだろう。冷静に考えるほど、FRB が正常化を急ぐ理由は将来の不況に備えた「糊代作り」でしかないように思える。

為替見通しを策定する上では、そうした拙速な利上げがかえって米経済の腰折れを早め、米金利が低下し、ドル相場も下落する中で円相場が騰勢を強めるという展開を予想せざるを得ない。

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12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するペースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
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～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続ける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～ 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)～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…～