

みずほマーケット・トピック(2021 年 8 月 30 日)

ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～

ジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長の講演は 7 月 FOMC の議事要旨と概ね歩調を揃える内容。もっともデルタ変異株の感染拡大というリスクも浮上する中、残り会合(9 月・11 月・12 月)のいずれでテーパリングを決定し、開始するのかは言質が与えられていない。こうした中、市場のコンセンサスは「9 月決定、10 月開始」よりも「11 月決定、12 月開始」が支持を得ているように見受けられ、これは米金利低下・ドル安・株高という値動きにも表れる。正常化プロセスが始まるとした上で、今後の帰趨に大きな影響を与えることになりそうな論点が 9 月公表のドットチャート。FRB は「量」と「金利」は無関係とし、利上げをけん制するが、9 月ドットチャートで 22 年利上げ派が多くなれば、テーパリングの早期終了は必要になる。22 年以降は今年の反動でインフレ率の伸びが抑制されることが予想され、時間が経つほど利上げ示唆は難儀するはず。口にはしないが、糊代確保の観点からも利上げはそれほど先送りできない印象。

～正常化プロセスの前提は 1 会合遅延～

先週 27 日、市場の注目を一身に集めて行われたジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長の講演は 7 月 FOMC の議事要旨と概ね歩調を揃える内容だった。パウエル FRB 議長は、量的緩和の段階的縮小(テーパリング)に関し「7 月会合で、私は多くの参加者と同様、経済が広範囲に回復すれば 2021 年中に資産購入ペースを減速させ始めることが適切だとの考えに立った」と述べている。デュアルマンデートに関する認識も議事要旨に沿うものだった。「物価の安定」について「さらなる著しい進展」を認める一方、「雇用の最大化」については課題が残っているとの認識が示されている。もっとも、デルタ変異株の感染拡大というリスクも浮上する中、残り会合(9 月・11 月・12 月)のいずれでテーパリングを決定し、開始するのかは言質が与えられていない。こうした中、市場のコンセンサスは「9 月決定、10 月開始」よりも「11 月決定、12 月開始」が支持を得ているように見受けられ、これは米金利低下・ドル安・株高という値動きにも表れている。ハト派気味の講演内容に安堵が広がっていると言える。FRB の正常化プロセスは本欄の想定よりも 1 会合ほど遅延した格好だが、それ自体がドル/円相場のパスを大きく修正するとは思わない。

～「量」と「金利」の区別～

また、「今後の資産購入減額の時期や速度は、直接的に利上げの時期を示唆しない」とも述べられ、テーパリング決定が利上げを約束するものではないことが強調されている。7 月議事要旨でも「多く(many)のメンバー」がテーパリング開始と利上げ開始の条件は分けて考えるべきと主張していた経緯がある。テーパリング決定が利上げの号砲のように受け止められることを警戒している様子が明らかである。これは先週の ECB 政策理事会議事要旨でも懸念が示されていた論点である¹。

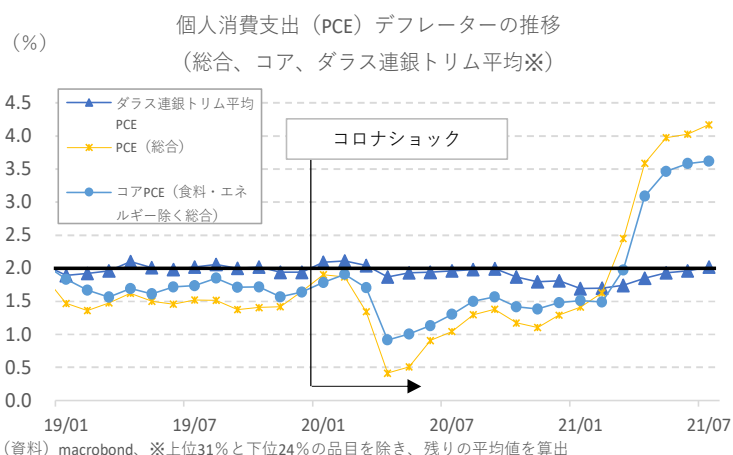
¹ 本欄 2021 年 8 月 27 日号『ECB 議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～』をご参照下さい。

利上げの判断はテーパリングを無事に開始させた後の論点であり、今議論する必要はないものである。テーパリング完了が見えてくれば自然と市中金利も押し上げられているはずであり、これを踏まえ利上げ時期を探ることも容易になっていることが予想される。次の注目は「テーパリングの可否」ではなく「テーパリングのペース」になる。12月から月▲200億ドルずつ段階的縮小を図るとして6か月後の2022年5月が着地点になる。毎月ではなく年8回の会合毎に縮小を図るとした場合、1会合▲150億ドルずつの縮小でちょうど1年かかることになる。実態は前者と後者の間であり、6か月と12か月の間でテーパリング完了と予想される。なお、後述するように、FOMCは否定しつつも、これは9月公表の政策金利見通し(ドットチャート)の仕上がりとは密接な関係を持ってくる。

～「量」から時間を置き過ぎると「金利」も難しくなる～

講演当日には米7月個人消費支出(PCE)デフレーターも公表され、6月同様、食料・エネルギー除くコアベースで前年比+3.6%と30年ぶり高水準が確認された。ダラス地区連銀の公表するトリム平均PCEデフレーターも遂に2.0%を突破し(図)、FOMCが「物価の安定」を認めるのは自然な状況である。むしろ、半導体不足に早晚目途がつきそうにないという現状を踏まえれば、物価のアップサイドを懸念する局面は続くことになる。それも正常化プロセスを促す材料になる。一方、雇用に関して言えば、8月に70万人弱の増加を果たせば9月のテーパリング決定を示唆していたウォラーFRB理事の想定が実現する。過去3か月の増勢(平均+83.2万人)に照らせば、十分可能性のある数字であり、現状では+70万人前後が市場予想の中心となっている。8月までに失われた雇用の8割が復元される見通しが立つ以上、やはり正常化プロセスは正当化される。

正常化プロセスが始まるとした上で、今後の帰趨に大きな影響を与えることになりそうな論点が9月公表のドットチャートだ。ここで2022年利上げ派が多くなれば、テーパリングの早期終了が必要になる。実際のところ、2022年以降は今年の反動でインフレ率の伸びが抑制されてくることが目に見えており、「量」と「金利」は無関係だと言いつつも、あまりにも時間を置き過ぎると利上げに着手するタイミングを逸してしまう懸念はある。表立っては口にしなくとも、先行きの「糊代」を確保するという観点も金融政策運営上、相当意識されているはずであり、2022年上半期までが「量」の議論、下半期以降は「金利」の議論とシフトしていくのが無難に思える。



市場営業部兼金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイドンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォーラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株値と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拮据する「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)