

みずほマーケット・トピック(2021年10月26日)

供給制約下の利上げは正当化されるのか？

10月22日、デイリー・サンフランシスコ連銀総裁は供給制約問題に対しては「利上げを実施しないこと」が正しい判断になると発言。これは適切な指摘であり、確かに「患部(≒供給制約)」と「処方箋(≒正常化プロセス)」は整合的ではない。こうしたデイリー総裁の発言をパウエル FRB 議長が追認してくれば、米金利の低下を招くため、為替を筆頭に金融資産価格のシナリオが変わる話になる。しかし、結論から言えば、正常化プロセスは続行するだろう。巷説の通り、供給制約問題が 2022 年半ばをピークとして解消するならば、テーパリングが 2022 年半ばに完了、利上げが 2022 年末に着手という現在の青写真に違和感はない。そのような前提に基づいて IMF は 2022 年の米国に関して潜在成長率の 1.5 倍程度を予想している。それほどの成長率の実現している時に、現行の緩和路線を維持することも不自然だろう。インフレ期待や帰属家賃の動向を踏まえても、パウエル議長がハト派傾斜するのは難しいと考える。見通しの大枠は不変。

～「患部(≒供給制約)」と「処方箋(≒利上げ)」～

10月22日、デイリー・サンフランシスコ連銀総裁は世界的な供給網の混乱がインフレ高進の背景と指摘した上で、この状況に対しては「利上げを実施しないこと」が正しい判断になると述べた。これにデイリー総裁は「忍耐強く、動かずにいることは、眠っているのとは異なる」と続け、現時点で利上げをしても世界的な供給網を巡る問題は解決せず、むしろ 2022 年の経済成長が阻害され、生産と雇用の双方が犠牲になる恐れがあるとの見方を示している。これは多くの人々が感じ始めているであろう論点であり、要は「患部(≒供給制約)」と「処方箋(≒正常化プロセス)」がずれているのではないかという指摘である。確かに利上げで半導体が沢山生産できるようになるわけではなく、トラック運転手が急に増えるわけでもないし、稼働していない港湾が使えるようになるわけでもない。

だが、利上げは需要縮小を招くので供給制約の弊害(つまり需要超過)を小さくすることを通じてインフレ抑制は期待できる。但し、それは縮小均衡であり、雇用・賃金情勢を犠牲にすることになる。そこまですなければならぬほど、正常化プロセスの緊急性は逼迫しているのかという話であろう。

～パウエル議長が続くかどうか問題～

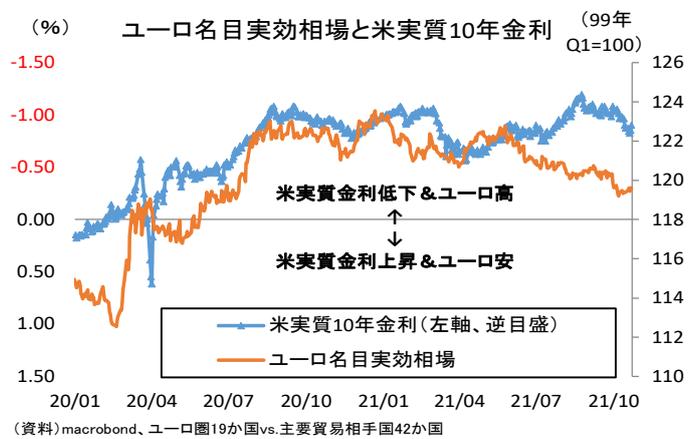
こうしたデイリー総裁の発言をパウエル FRB 議長が追認してくれば、米金利の低下を招くため、為替を筆頭に金融資産価格のシナリオが変わる話になる。しかし、結論から言えば、正常化プロセスは続行するだろう。IMF 世界経済見通しで示されたように、供給制約問題は 2022 年半ばをピークとして解消する見通しになっている。「2022 年半ばに供給制約が解消」という前提に立てば、そこから諸々のリスクが解消されてくることになるため、量的緩和の段階的縮小(テーパリング)が 2022 年半ばに完了、利上げが 2022 年末に着手という現在の青写真に大きな違和感はない。そのような前提に基づいて IMF は 2022 年の米国に関して+5.2%の成長を見込んでいるが、これは想定され

る潜在成長率の 1.5 倍程度である。それほどの成長率を実現している時に、現行の緩和路線を維持することも不自然であろう。まして、2022 年半ばまでのテーパリングは緩和の縮小であって引き締めではない。それ自体が大きな懸念を持つとは考えにくい。

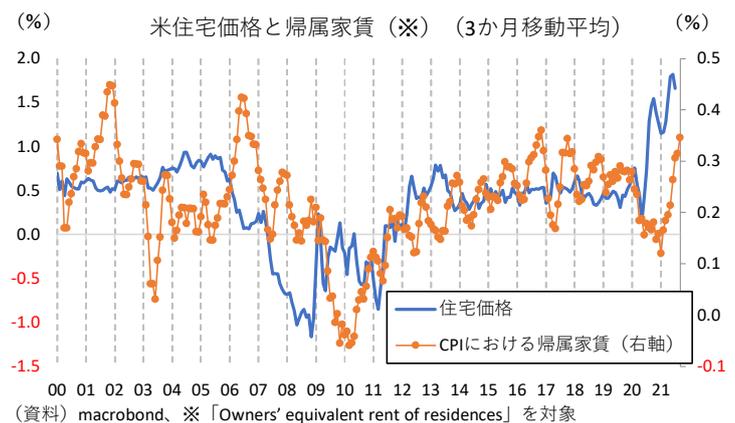
片や、正真正銘の引き締めとなる利上げに関しては 2022 年 12 月に間に合わない可能性は確かにある。これは過去の本欄でも議論したように、米雇用市場の抱える労働供給制約の問題は労働者の価値観(ワクチン接種、職場復帰、都心居住の可否など)に関わるものであり、想定以上に解決に時間を要する可能性がある。8 月や 9 月に見られたような雇用統計の減速感が続いてしまうのだとしたら、利上げは 2023 年以降という様子見姿勢もあり得る。しかし、企業からの労働需要(採用意欲)は堅調と見受けられるため、正常化プロセス自体は基本的には正当化されるだろう。

～インフレ期待と帰属家賃問題が追い風～

足許、正常化プロセスを進めるにあたっての追い風もある。インフレ期待も高止まりしており、結果として実質金利の低位安定が実現している。これが過去 1 か月以上にわたって米 10 年金利が騰勢を強めているにもかかわらず株価が崩れない背景だろう。インフレ期待が高止まりする以上、「インフレ高進は一時的」との弁明は説得力を失うため、パウエル議長自らが明確にハト派傾斜するのは困難な状況と見受けられる。しかし、実質金利は上がらずともドル相場は堅調であり(図)、「株は実質の世界、為替は名目の世界」という印象で相場が展開しているようにも見受けられる。



なお、米国のインフレが一時的と考えにくいもう1つの理由として住居関連の価格上昇を指摘する声も根強い。とりわけ注目されるのが消費者物価指数(CPI)における帰属家賃の動向である。帰属家賃(Owners' equivalent rent of residences)は家賃の支払いが生じない持ち家に関しても通常の借家などと同じようなサービスを生んでいるとして家賃試算が行われる計数であり、米国の CPI 全体に対して



約 4 分の 1 (23.555%) を占める。9 月 CPI では帰属家賃が前月比+0.43%と 2006 年 5 月以来、約 15 年ぶりの上昇幅を記録している。住宅価格の上昇が直接 CPI に反映されることはないが、取得(GDP 上は投資)後、ラグを伴って帰属家賃に反映されることになる。住宅価格の騰勢が続いていることを踏まえれば、帰属家賃ひいては CPI が押し上げられる展開は既定路線である。

金融政策の正常化プロセスが供給制約に対する直接的な処方箋になり得ないのは確かだが、

供給制約がいずれ解消される問題と仮定したとしても、米国には相応に大きなインフレ圧力が残る可能性がある。今のところ、本欄や『中期為替相場見通し』ではメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)が示すように 2022 年末の利上げを念頭に正常化プロセスが淡々と進められると考え、為替見通しもこれと整合的なドル高シナリオを今後 1 年では据え置きたいと考える。

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10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン連運総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に揺まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に揺まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに入ロムード～
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～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダ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	気候変動オペを受けて～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