

みずほマーケット・トピック(2022 年 11 月 16 日)

FRB は今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～

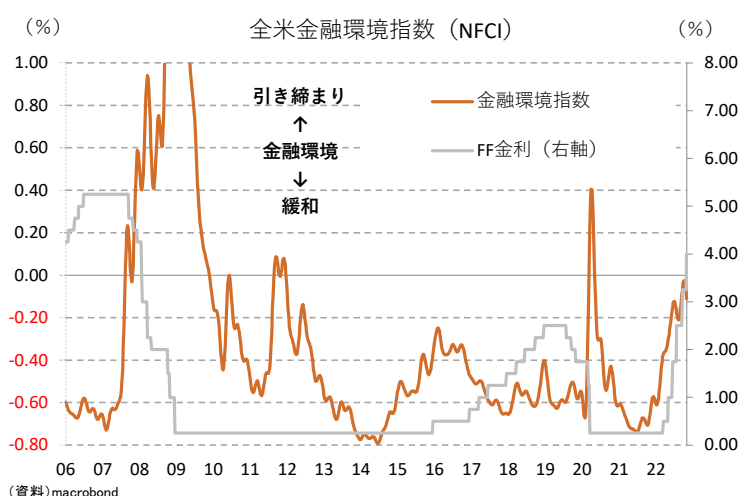
FRB へのハト派期待が優勢になってきているが、実際のところ、FRB は今何を考えているのか。少なくとも株式市場の性急な楽観への傾斜は FRB にとって愉快的話ではないだろう。シカゴ連銀の公表する全米金融環境指数(NFCI)は依然として緩和的であることを示唆するマイナス圏内にある。株価上昇は NFCI を押し下げに寄与するため、FRB が潰すべき動きと言える。資産効果の期待できる米国経済の特質を思えば、FRB が株高を潰す正当性はある。また、米国の各種物価情勢が概ねピークを打ったことは間違いないとしても、肝心の「2%に収束しているかどうか」はまだ期待が持てない。パウエル FRB 議長は繰り返しボルカー時代の失敗を持ち出している経緯があり、CPI、PPI、PCE が現状のような水準で油断することは殆ど有り得ないように思える。今後のロジックとして考えられるのは物価の「変化率」ではなく「水準」の抑制に焦点を当てる議論。2020 年 8 月に導入された平均インフレ目標(FAIT)が表舞台に戻ってくる可能性はある。FAIT の理屈を持ち出せば、23 年 4 月以降も利上げが持続される芽は残る。

～FRB にとって株価上昇は潰す対象？～

昨日の為替市場では米 10 月生産者物価指数(PPI)が市場予想比減速したことを受けて米金利とドルが低下し、対円でも一時 137.67 円と 2 か月半ぶりの安値をつけている。ロシア軍によるウクライナへのミサイル攻撃がポーランド東部の村に着弾し 2 人が死亡したという不穏なニュースも円ショート巻き戻しを促したと言われる。地政学関連の材料は続報を待ちたいが、PPI に関して言えば、先週の米 10 月消費者物価指数(CPI)と合わせ、利上げペース減速を正当化する材料ではある。

もっとも、週初のウォラーFRB 理事の発言が示唆するように、利上げペースの減速は利上げの停止と同義ではない。また、米金利低下とドル安はともかく、株式市場の性急な楽観への傾斜は FRB にとって愉快的話ではない。シカゴ連銀の公表する全米金融環境指数(NFCI: National Financial Conditions Index)は利上げと共に引き締めの状況を示唆するものの、依然として緩和的であることを示唆するマイナス圏にとどまっている。株価上昇は NFCI を押し

し下げに寄与するため、FRB が潰すべき動きである。より具体的に言えば、米国の場合、家計金融資産の 30%以上が株式であり、株価上昇は資産効果を通じて消費・投資意欲を焚きつける経路が

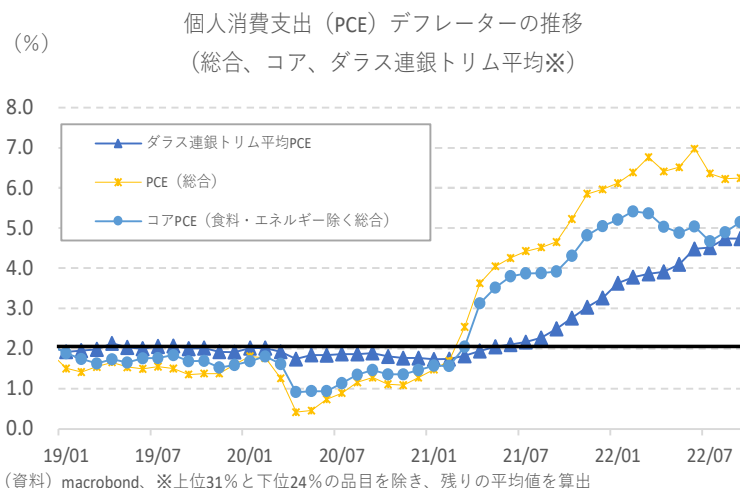


期待できる。詰まるところ、「株高はインフレ期待を押し上げる」ということが説得力を持つのが米国であり、インフレ抑制を企図した FRB としてはやはり放置できない論点になってくると思われる。

利上げ期待の剥落に伴って株価が騰勢を強める場合、それ自体が FRB のタカ派傾斜に繋がるというロジックは今後警戒すべき対象である。

～平均インフレ目標が表舞台に？～

また、CPI で前年比+7%以上、PPI で同+8%以上という物価情勢は、金融政策の方向感が変わる段階を殆ど意味しないだろう。金融政策運営上、特筆される個人消費支出(PCE)デフレーターも同+6%以上とやはり高い。さらにダラス連銀が公表する基調的な動きを示すトリム平均 PCE デフレーターも同+4.7%程度と目標(+2%)の倍速以上で横ばいである(図)。米国の物価情勢が概ねピークを打ったことは間違いなさそうではあるが、肝心の「2%に収束しているかどうか」はまだ期待が持てない。ここで今年 8 月 22 日の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 議長の講演を思い返したい:



- The successful Volcker disinflation in the early 1980s followed multiple failed attempts to lower inflation over the previous 15 years. A lengthy period of very restrictive monetary policy was ultimately needed to stem the high inflation and start the process of getting inflation down to the low and stable levels that were the norm until the spring of last year. Our aim is to avoid that outcome by acting with resolve now.

パウエル議長は「ボルカー元 FRB 議長がインフレを鎮圧するまでに 15 年以上の月日がかかったこと」および「そのような失敗を回避するのが我々 (パウエル体制下の FRB) の目標であること」を強調している。類似の主張は断続的に行われていることを踏まえれば、現状の物価情勢をもって利上げ幅を縮小するまではあっても、引き締め路線が転換することは殆ど期待できないだろう。

そもそも多くの市場参加者は忘れかかっているかもしれないが、FRB は 2020 年 8 月以降、平均インフレ目標 (FAIT: flexible form of average inflation targeting) を導入している。これに従って、物価の「変化率」ではなく「水準」に軸足を置き、引き締めを続ける可能性はある。FAIT は導入当初こそ確立立てられたものの、その後は想定外のインフレ高進が経済を襲う状況下、結局は変化率に振り回される格好で忘却の彼方に置かれてきた。今でも金融市場が着目する物価動向はあくまで前年比での「変化率」だが、米国に限らず (日本でさえも)、パンデミック前と比較して財・サービスの価格が明らかに切り上がっている以上、「水準」の抑制に焦点を当てる政策運営は説得力を持ちや

すいだろう。逆に、変化率が前年比+2%程度に落ち着けば実体経済にとって許容可能という主張は難しいものになっているように思われる。それほどまでに実質的な所得環境は傷ついている。

この点、FRB が FAIT の考え方に基づき、一定期間中のインフレ率平均が+2%に収束するまでは引き締めを持続するという可能性はあるように思える。今後のFOMCに関し、12月で+50bp、2月と3月で+25bp ずつという織り込みは既定路線としても、4月以降も「インフレ率平均が+2%に収束する」ことを企図して+25bp が続けられる可能性はないのだろうか。筆者は無いとは言えないと思う。巷間指摘される 4.75%のターミナルレートを超えて、5.50%や 6.00%に肉薄する可能性はまだ留意しておいた方が良好だろう。当然、ドル/円相場の軌道もこれに影響されるであろうから、今後円高・ドル安への調整があったとしても、2022 年の半値押しイメージである 130 円程度までが限界ではないかと予想したい。

市場営業部
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
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の逡巡が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を学ぶか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メロニニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという三番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀が「スケープゴート」にされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サブライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方