

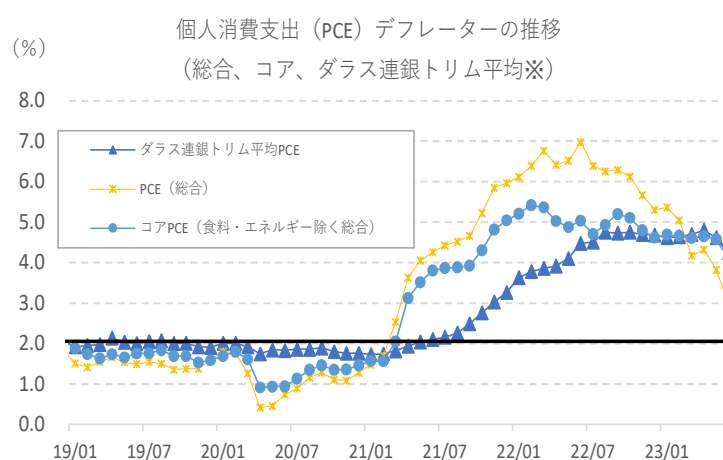
みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 28 日)

## ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感

ジャクソンホール経済シンポジウムの内容に大きな驚きはなかった。日米欧中銀総裁の講演は会議全体のテーマである「世界経済の構造的シフト」の看板通り、世界経済の構造シフトと潜在的なインフレリスクの存在を認めたものであった。しかし、パウエル議長やラガルド総裁がそれを体感する当事者として講演した一方、植田総裁はあくまで日本とはさほど関係の無い「世界のトレンド」として評論しているような印象も受けた。日本のインフレ基調について未だ何も断言できない状況にあるため、これは致し方ないことではある。だが、既に総合ベースの CPI で日本が米国を上回り、日銀公表の「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」も上向きにあることなどを踏まえれば、一部の市場参加者が「インフレによる通貨の購買力低下」を争点とし、円売りを進めるという状況も首肯はできる。各講演を通じインフレに対する「当事者」感が浮き彫りになったようにも感じられた。それが円安の真因だとは言わないが、無関係とも思えない。

### ～「少なくとも利下げは無い」が重要な事実～

注目さ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 議長講演は概ね市場予想通りの内容となった。パウエル議長はインフレ率に関し「依然高すぎる」とし、「さらに利上げの用意がある」と述べた。元よりハト派色の強い情報発信は期待されておらず、「データ次第で利上げ」という従前の姿勢が再確認されたに過ぎない。現状、米国においてヘッドラインのインフレ率は着実に+2% 目標を視



(資料) macrobond、※上位31%と下位24%の品目を除き、残りの平均値を算出

野に捉えつつあるが、基調的なインフレ指標はその倍程度の伸びがまだ続いている(図)。その背景が賃金の騰勢だとすれば、利上げ停止を示唆するわけにはいかない状況である。また、政治的にも来年秋の大統領選挙に目途がつくまで、インフレに対するファイティングポーズは解除できないという事情も推測される。原油価格が再浮上している現状も踏まえれば、ヘッドラインのインフレ率が下げ止まる展開も想定する必要がある。

こうした状況下、2024 年上期はコアインフレ率を睨みながら政策金利は「現状維持、場合によって利上げ」が基本線なのだろう。金融市場では上期中の利下げが織り込まれる状況にあるものの、もう半年前から先延ばしにされているシナリオに説得力は感じられない。ドル/円相場に対する含意は「今後 1 年弱、少なくとも利下げは無い」という事実で十分であり、それはキャリー取引を後押しす

る材料である。『中期為替相場見通し』では年明け以降の円安ピークアウトを基本線としてきたが、少なくとも1～3月期、今後のデータ次第では4～6月期まで円安続行と修正すべきか検討したい。

### ～ECB のタカ派確認も同様～

パウエル議長に続いて講演したラガルド ECB 総裁もパンデミック後に世界経済が直面する構造変化に言及し、それが永続性を伴うものかはまだ分からないものの、当初予想されたよりも一段としぶとい(persistent)ということに言及した。ラガルド総裁は現在、主な構造変化として、AI の隆盛などを受けた労働市場の変容、新エネルギーへの移行に伴う慢性的なエネルギー供給不足、そして地政学リスクの台頭の 3 つを挙げていた。いずれも直ぐに収束する兆しはないが、特に地政学リスクは当面の前提条件として受け入れるべき話と考えられる。地政学リスクの高まりは保護主義や供給制約の高まりを伴い、インフレが起きやすい土壌を作る。これからの世界経済が中国やロシア抜きで運営される必要があることは半永久的な事実とした上で、経済・金融情勢のシナリオを組み立てなければならないと筆者も感じる。それは端的に言えば、今までよりも「時間とお金がかかりやすい世界」であり、金融政策運営や各資産価格見通しにとっては重大な前提変更になり得る。

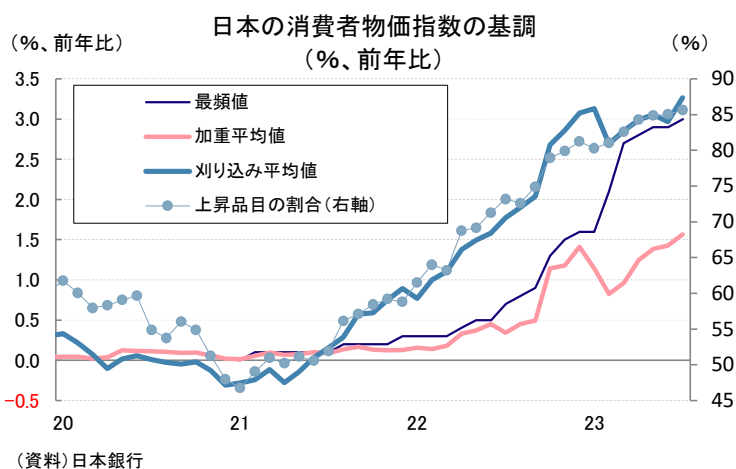
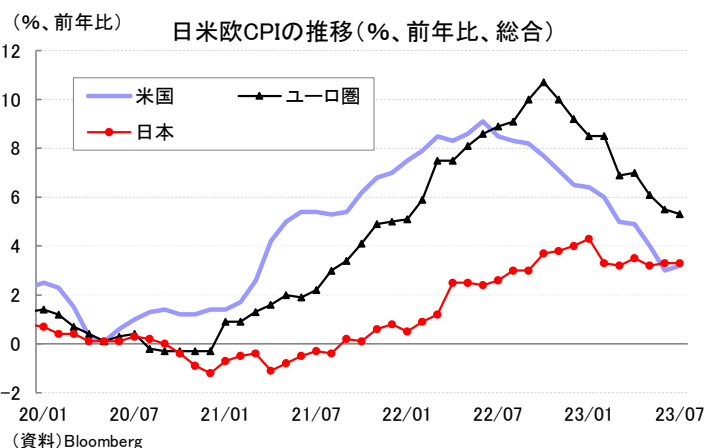
これらの構造的な変化を踏まえた上で、ラガルド総裁は講演の締めくくりで、インフレ率を目標である+2%へ適時適切(timely)に戻すため、ECB は「必要な限り金利を十分景気抑制的な水準に設定する(setting interest rates at sufficiently restrictive levels for as long as necessary)」と声明文と同じ表現を使って強調している。9月会合の利上げ有無には言質を与えていないが、漏れ伝わってくる ECB 高官発言が基本的にタカ派寄りだ。例えば、ジャクソンホール会議に出席していたナゲル・独連銀総裁は「インフレ率が依然+5%前後であることを忘れてはならない。これは高過ぎる。まだ幾分先がある」と述べ、同日にはカザークス・ラトビア中銀総裁の「利下げはいつでもできる。しかし、時期尚早に利上げを停止すれば、当然ながら後になってもっとずっと大きな介入措置が必要となり得る」といった発言まで報じられている。筆者は現時点では+25bp の利上げを予想している。

### ～インフレに対する当事者と非当事者～

こうした欧米中銀総裁に続き、翌 26 日には植田日銀総裁が「グローバリゼーションの変曲点」と題したパネル討論会に参加している。ここで植田総裁はアジアにおける貿易・直接投資に見られる構造変化を争点として、とりわけ日本企業の輸出や対外直接投資において脱中国化が進展していることを図表と共に強調した。同時に、米国やその他アジアへの直接投資もしくは国内回帰という現象が起きていることも指摘しているが、元々最適化されていたサプライチェーンを崩す行為はやはりインフレ圧力の押し上げに効く話でもある。金融市場で注目された政策運営の「次の一手」に係る発言は「基調インフレは依然、目標をやや下回っている。それが緩和を堅持する理由」と従前のハト派路線を追認するものであった。欧米中銀と日銀との対照性が鮮明になったと言わざるを得ず、週明け東京時間のドル/円相場も強含んでいる。

日米欧中銀総裁の講演は会議全体のテーマ「世界経済の構造的シフト」の看板通り、世界経済の構造シフトと潜在的なインフレリスクの存在を認めたものであった。しかし、パウエル議長やラガルド

ド総裁がまさにそれを体感している当事者として喋る一方、植田総裁はあくまで日本とはさほど関係の無い「世界のトレンド」として評論しているような印象も受けた。日本のインフレ基調については未だ何も断言できない状況にあるため、これは致し方ないことではある。しかし、あくまで現時点に限って言えば、消費者物価指数(CPI)変化率は、日本が米国を総合ベースで上回り、ユーロ圏にも肉薄する状況にある(右図・上)。植田総裁が述べる「基調インフレは依然、目標をやや下回っている」というのは恐らく展望レポートの2024~25年度見通しにおけるコアCPI(生鮮食品を除く総合)の仕上がり+2%を割り込んでいることを意識した発言と思われる(24年度+1.9%、25年度+1.6%)。一方、別途日銀が公表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」は複数の指標で明らかに上昇基調である(右図・下)。日本の経済・金融情勢に明るくない海外勢は現状の物価情勢に対する日銀の姿勢を受けてどのような思惑を招くだろうか。



最も単純な想定としては「インフレによる通貨の購買力低下」が争点になり、それゆえに通貨も売られやすくなるという発想はあり得る。現状、他国であればインフレ高進が確認され場合、「利上げ→通貨買い」と反応するのが定石になっているが、これは「中銀が利上げで即応するためインフレが制御不能なものには発展しない」という暗黙の前提がある。日本の場合、中銀が利上げで即応する展開は期待せず、「インフレ高進→放置→通貨減価」という発想に行き着きやすくなる。日銀によるハト派的な情報発信は内外金利差拡大の思惑と絡めて円売り材料と解釈されやすいが、より本質的な問題として「インフレ抑制について疑義があるから売られている」という解釈も可能だろう。

ジャクソンホール経済シンポジウムにおける各国中銀総裁の発言はいずれも似たり寄ったりではあったものの、インフレに対する「当事者」感のようなものが浮き彫りになったように筆者には感じられた。それが円安の真因だとは言わないものの、無関係とも言えないだろう。

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](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。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/egon.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html)

| 発行年月日      | 過去6か月のタイトル                                  |
|------------|---------------------------------------------|
| 2023年8月25日 | 週末版                                         |
| 2023年8月24日 | ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状                          |
| 2023年8月23日 | なぜ購買力平価は使えなくなっているのか                         |
| 2023年8月22日 | 力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢                          |
| 2023年8月21日 | 「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門                       |
| 2023年8月18日 | 週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)            |
| 2023年8月17日 | 本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～                      |
| 2023年8月15日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)                 |
|            | 年初来安値で確認する円の立ち現在地                           |
| 2023年8月14日 | 再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～                    |
| 2023年8月10日 | 週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)   |
| 2023年8月9日  | 緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～                     |
| 2023年8月8日  | 23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～                |
| 2023年8月7日  | マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～                 |
| 2023年8月4日  | 週末版                                         |
| 2023年8月2日  | ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～               |
| 2023年7月31日 | 日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～                  |
| 2023年7月28日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)              |
| 2023年7月27日 | FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～                 |
| 2023年7月25日 | 日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー                   |
| 2023年7月21日 | 週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか……)     |
| 2023年7月20日 | 23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～                    |
| 2023年7月19日 | 残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～              |
| 2023年7月18日 | ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？                  |
| 2023年7月14日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)                 |
|            | 週末版                                         |
| 2023年7月13日 | 実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～                 |
| 2023年7月12日 | 円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～                       |
| 2023年7月11日 | 経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～                |
| 2023年7月10日 | イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か             |
| 2023年7月7日  | 週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)        |
| 2023年7月6日  | 「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～                  |
| 2023年7月5日  | ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～                   |
| 2023年7月3日  | シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～               |
| 2023年6月30日 | 週末版                                         |
| 2023年6月29日 | 金融政策と通貨政策、動くのはどちらが先か                        |
| 2023年6月27日 | 23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて                       |
| 2023年6月26日 | 「2005～07年の円安バブル」と現在の違い                      |
| 2023年6月23日 | 週末版                                         |
| 2023年6月22日 | ECBは利上げ停止後に何をするとつもりか                        |
| 2023年6月21日 | 「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字             |
| 2023年6月20日 | 「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味                 |
| 2023年6月19日 | 日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～                   |
| 2023年6月16日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～) |
| 2023年6月15日 | FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～                |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)                 |
| 2023年6月14日 | 日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～                 |
| 2023年6月13日 | 家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～                  |
| 2023年6月12日 | FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？                       |
| 2023年6月9日  | 週末版                                         |
| 2023年6月8日  | 本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～                   |
| 2023年6月7日  | ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～                  |
| 2023年6月6日  | 「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？                         |
| 2023年6月5日  | 米5月雇用統計を受けて～遅か遅のく年内利下げ～                     |
| 2023年6月2日  | 週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)  |
| 2023年6月1日  | FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～                  |
| 2023年5月30日 | ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～               |
| 2023年5月26日 | 週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)   |
| 2023年5月24日 | 構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～               |
| 2023年5月23日 | 「世界中が欲しがらる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～          |
| 2023年5月22日 | 資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか                    |
| 2023年5月19日 | 週末版                                         |
| 2023年5月18日 | 1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～                 |
| 2023年5月17日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)                 |
| 2023年5月16日 | 4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～                   |
| 2023年5月15日 | 新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～                    |
| 2023年5月12日 | 週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)        |
| 2023年5月11日 | 3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～                     |
| 2023年5月9日  | ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～                     |
| 2023年5月8日  | FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～                  |
| 2023年5月2日  | 円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～                |
| 2023年5月1日  | 植田体制初会合のレビューと円相場への影響                        |
| 2023年4月28日 | 週末版                                         |
| 2023年4月26日 | ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理                      |
| 2023年4月25日 | 日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～                    |
| 2023年4月24日 | ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー                      |
| 2023年4月21日 | 週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)    |
| 2023年4月20日 | 本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～                      |
| 2023年4月18日 | EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～                        |
| 2023年4月17日 | GFSRも重要性を訴える地経学的な思考                         |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)                 |
| 2023年4月14日 | 週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～)    |
| 2023年4月12日 | 変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)         |
| 2023年4月11日 | 植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意                      |
| 2023年4月10日 | 第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～                    |
| 2023年4月7日  | 週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)             |
| 2023年4月6日  | 次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～                        |
| 2023年4月4日  | 日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～                    |
| 2023年4月3日  | ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方                     |
| 2023年3月31日 | 週末版                                         |
| 2023年3月30日 | 第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～                      |
| 2023年3月28日 | ひつ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢                        |
| 2023年3月24日 | 週末版(囁りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)          |