

PRAEVIDENTIA WEEKLY (9月27日)

USD : Fed の BoE 化リスク

<要約>

今後の米 FOMC の利上げ開始に向けては、米景気の進展につれて、FOMC 内で多数派である理事らが、ハト派をいかに多く利上げ開始容認に取り込めるかが重要となる。但し、米景気の改善が加速しない場合や、ドルや米金利が必要以上に上昇する場合には、賃金など弱い指標をフォワードガイダンスに含めて実質的に利上げを遅らせる「BoE 化」を行う潜在的なリスクも意識しておく必要があるだろう。

Fed 高官の発言分析：声高な少数派・物言わぬ多数派

米国の利上げ開始時期の早期化期待を背景とした 8 月以降のドル高基調、市場のドル強気センチメントは非常に強く、ドルは対円のみならず対その他主要通貨でも大幅続伸が継続、足許では対円はやや一服しているが、対 NZ ドルや豪ドルでの米ドル高が加速している。米ドル主導の相場展開が続く中で、今後の焦点は米景気がどの程度市場予想を上回っていくか、そして実際の利上げ開始時期とその後の利上げペースはどのようなものになるのかで、これを見極めるには雇用統計、インフレ統計を中心とした米主要経済指標だけでなく、それをインプットとして実際に投票を行う Fed 高官のスタンスの変化を見ていく必要がある。

現在、FOMC で投票を行うのは FOMC 参加者 17 名（理事 5 名＜本来 7 名だが 2 名が空席＞、地区連銀総裁 12 名）のうち 10 名だ（理事 5 名、地区連銀総裁 5 名）。地区連銀総裁 5 名のうち NY 連銀総裁（現在はややハト派の Dudley 総裁）は FOMC 副議長で常に投票権を持ち、残り 4 名は毎年ローテーションで投票権が入れ替わる。今年には Fisher ダラス連銀総裁（タカ派）、Plosser フィラデルフィア連銀総裁（タカ派）、Mester クリーブランド連銀総裁（ややタカ派）、Kocherlakota ミネアポリス連銀総裁（ハト派）と、相対的にタカ派が多い布陣となっているが、**実際に利上げが開始される来年は、Evans シカゴ連銀総裁（ハト派）、Lockhart アトランタ連銀総裁（ハト派）、Williams サンフランシスコ連銀総裁（ややハト派）、Lacker リッチモンド連銀総裁（タカ派）と、相対的にハト派優勢に逆転する（図表 3 を参照）。**

実は、現在の総投票数 10 名のうち 5 名は FRB 理事、もう 1 名は FOMC 副議長を務める NY 連銀総裁で、彼らはややハト派の Yellen 議長に逆らわずに同じ投票行動を取る可能性が非常に高いとみられる。このため、単純な多数決であれば、**10 票のうち 6 票を占める FRB 理事らの動きが最も重要**でどうしても政策変更をしたければ強行突破も可能ということになる。とは言え、FRB は英 BoE のように個人主義的な多数決での票決ではなく、**コンセンサス形成を重視しなるべく反対を出さないかたちで政策運営を行う傾向**があるほか、**最初の政策変更、特に政治的に不人気な利上げ方向での政策変更**ということ、なるべく**反対派を出したくないはずだ**。このため、最低でもややハト派の William 総裁や、万年タカ派の Lockhart 総裁を取り込みたいはずだ。万年タカ派（Plosser 総裁、Fisher 総裁、Lacker 総裁、George カンザスシティ連銀総裁等）および万年ハト派（Kocherlakota 総裁、Evans 総裁、Lockhart 総裁、Rosengren ボストン連銀総裁）は経済情勢の多少の変化ではそう簡単にスタンスを変えないため、多数派工作には時間がかかるとみられる。Evans 総裁はハト派の急先鋒と言え、利上げ開始時からの賛成は難しいかもしれない。

こうしてみると、9 月 FOMC で示された FOMC 参加者 17 名の FF 金利予想中央値は、一面の真理を捉えてはいるにしても、FOMC における来年の実際の利上げに関する投票の結果を予想する上では正確なものではなく、かなり多くのノイズが含まれ、バイアスがかかったものとみるべきだろう（9 月 21 日付当社週次レポート「ドル/円：デジャヴュか、ジャメヴュか」も参照）。更に、FRB 理事らのうち、比較的発言が多いのは Yellen 議長と Dudley・NY 連銀総裁程度で、その他の理事は通常金融政策に関する発言は非常に少なく、市場が彼らのスタンスを耳にする機会は少ない。他方で、来年 1Q あるいは来年春といった、これまでの市場予想（来年央）よりも早い時期の利上げ開始の必要性を声高に主張しているのは来年の利上げ時に投票権がないタカ派の傘下車だ。つまり、市場は「**声高な少数派 (noisy minority)**」を必要以上に目にして、「**物言わぬ多数派 (silent majority)**」には必要以下しか触れることができずに予想形成を行っており、タカ派バイアスがかかっているといえるのではないだろうか。

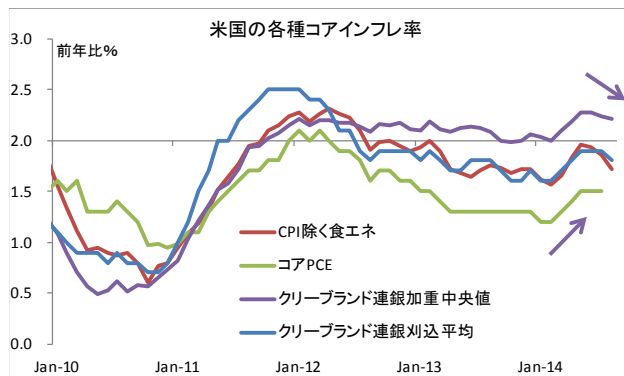
英国とのアナロジー：Fed が BoE 化？

このため、当社は今後、米経済やインフレ率の改善ペースより早くドル高や米金利上昇が進む場合に、Yellen 議長らが市場のタカ派的な織り込み度合いに違和感を唱える可能性が高いとみている。特に、既に一部 Fed 高官が指摘し始めているように（Mester 総裁、Dudley 総裁、Lockhart 総裁、Evans 総裁ら。図表 3 を参照）、ドル高は通常は輸出への悪影響を通じて景気抑制要因となるほか、輸入物価への下押し圧力を通じてインフレ低下要因となる。更に、米金利上昇は既に減速の兆候が強まっている住宅価格を中心とする住宅市場や、米株価の抑制要因となるなど、利上げ前から実質的な金融引締め効果をもつことから、利上げの必要性を後退させる要因ともなる。

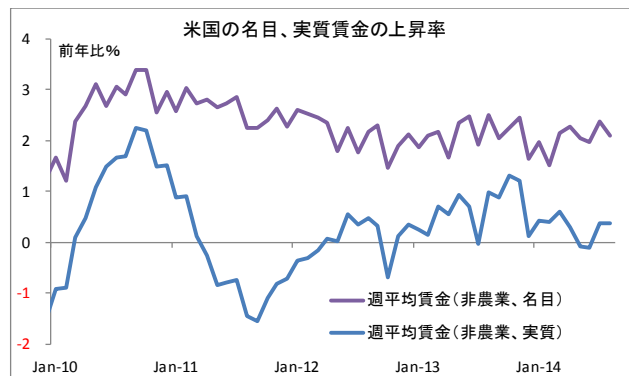
こうした展開は、今年 6 月から 8 月にかけての英国での出来事を髣髴とさせる。英国では 6 月に Carney・BoE 総裁が利上げ開始が市場の織り込みよりも早くなる可能性に言及したことから、年内利上げ開始期待が一気に高まり、英中期債利回りの上昇と共にポンドは大きく上昇した。それが、9 月にスコットランドの独立を巡る住民投票、来年 5 月に総選挙を控えていたためか、Carney 総裁は賃金上昇率の低さを指摘し始めるなどハト派的な発言も行うようになり、結局 8 月公表の四半期インフレ報告で将来的な利上げに向けては賃金上昇率を重視する方針が示され、早期利上げ期待が大きく後退、ポンドは大幅反落するに至った（8 月 23 日付当社週次レポート「GBP：パラノからスキゾへ」も参照）。

米国でも、上述のように一部の Fed 高官が利上げ開始が市場の織り込みよりも早くなる可能性に言及し、米中期金利とドル、特にドルが大きく上昇している。この間、米国では 11 月 4 日に中間選挙を控えている中、Yellen 議長は既に 8 月ジャクソンホール・シンポジウムなどで米国の賃金上昇率の低さに言及している。賃金の低迷は先進国に共通の課題と言われ、米国でも雇用情勢の改善が必ずしも賃金上昇に結びついておらず、名目賃金上昇率は前年比 2%前後で横ばい傾向の一方、インフレ率を差し引いた実質賃金の伸びはゼロ%近傍で殆ど上昇しておらず（図表 2 を参照）、先行きどの程度まで景気・労働市場が改善すれば賃金が上昇するのか明確ではないことから、政策変更の条件の一つとして賃金上昇率を挙げるのは危険だ。とは言え、なかなか上がらない指標であることから、フォワードガイダンス強化、時間軸の長期化にはうってつけの指標ではある。労働市場に関して慎重で比較的ハト派である Yellen 議長率いる Fed が、BoE の例に倣って賃金上昇率を重視する姿勢を示す可能性は低いながら存在し、その場合には米中期債利回りやドルは大幅調整に繋がるだろう。

図表 1：米国の各種コアインフレ率



図表 2：米国の賃金上昇率



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。
 当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。
 当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
 金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

図表3：最近の Fed 高官発言（赤字はドル高関連）

シャドー：青はコアなタカ派、紫は Yellen 議長と一緒に動くと思われる執行部、赤はコアなハト派

	高官名	投票権		日付	発言
		14年	15年		
↑ タカ派	Georgeカンザスシティ連銀総裁	なし	なし	9月24日	「利上げを急ぎたくないが、正常化プロセスを今始めることは重要で、大いに望んでいる」FRBの課題は、緩和解除に時間をかけすぎないこと「段階的かつシステムティックに正常化を行うべき」米失業率、6.1%の現状は完全雇用を約0.5%ポイント上回っている
	Plosserフィラデルフィア連銀総裁 (15年3月1日退任予定)	あり	なし	9月17日 9月7日	資産購入終了後に「相当期間」FF金利を据え置くというフォワードガイダンスは、時間に依存しており、目標に向けた経済の著しい進展を反映していないとして、反対(FOMC) 「金利は以前に考えられていたよりも早く上昇し始める可能性があるという事実を我々は認識し、市場に準備を促す必要がある」金利策定において雇用問題を重視し過ぎるのは危険「労働市場が完全に回復したことが確実になるまで利上げを待てば、金融政策は後手に回ってしまう」
	Fisherダラス連銀総裁	あり	なし	9月25日 9月19日 9月17日 9月3日	「利上げ開始、市場が予想する最も早い時期の15年春になる可能性」 「個人的には15年春の利上げ開始を見込む」利上げ開始後はゆっくりかつ段階的となることを望む 实体经济の強まり、労働の利用や一般的な物価安定に関する見直し改善や金融市場における過剰の印は、フォワードガイダンスが示唆するよりも早い金融緩和の縮小を保証するとして反対(FOMC) 「金融政策では先手を打つ必要」インフレ率がFRBの2%目標を下回っていることは懸念していない
	Bullardセントルイス連銀総裁	なし	なし	9月23日 8月22日 8月16日	「経済指標が堅調で失業率が低下しているため、利上げ開始時期は2015年第1四半期が適切」 「今年は月20万人超の就業者数増加ペースが続く」7月FOMC声明文にある「労働力の着しい活用不足」はもはや存在しない「FRBは利上げを行う時期にあまり慎重になる必要はない」 「FOMCに比べて市場の取引はハト派過ぎ」
	Lackerリッチモンド連銀総裁	なし	あり	9月19日 5月29日	「MBS保有維持の出口戦略に反対」この措置は住宅ローンの借り手を利する反面、他の借入を行う消費者に不公平な状況となる 「FRBは15年第2四半期に利上げを開始する可能性」
	Mesterクリーブランド連銀総裁	あり	なし	9月24日	「私の経済予測は相対的に楽観的、今後2年間の成長率は3%、失業率は15年末までに平時の水準である5.5%へ低下」持続的なドル高は米国の成長率に影響を及ぼした可能性があるが、主要なリスクではない
	Powell理事	あり	あり	9月4日	「労働市場は著しく改善したが、いまだに多大な需給の緩みが存在する」大幅な物価上昇の可能性は低い
	Brainard理事	あり	あり		まだなし
	Tarullo理事	あり	あり		直近は銀行規制関連発言のみ
	Yellen (FRB議長、FOMC議長)	あり	あり	9月17日 8月22日	「FF金利の道筋について、上向きの動きは殆どない」最大雇用およびインフレの目標に対する乖離の解消は非常に緩やか「経済、金利の道筋の予想の変化はかなり緩やか」見直しは6月時点からそれほど変わっていない「『相当な期間』が何を意味するのか、機械的な解釈はない」適切な利上げ開始時期に関する決定は経済指標次第「目標達成に向けた進捗ペースが加速すれば、現時点の想定よりも早い時期に、より急ピッチで利上げする公算大。だが見直しの変化すれば、その逆もあり得る」利上げ時期見直しを巡るFRBと市場の乖離が存在するかどうか完全にははっきりしない「幅広い労働市場指標が、依然として労働資源の着しい活用不足を示している」(FOMC後の記者会見) 「FRBの二大責務と一致する雇用水準を巡りかなりの不透明性が存在するため、ニュアンスを読み取ることが一段と必要」目標に景気状況が近づくにつれ、FOMCの関心事項は、残存する緩みの程度、緩みがどの程度の速さで解消するか、どのような条件下で異例の緩和策縮小を始めるべきかとの問題に自然と移りつつある「冴えない賃金動向は、名目賃金がインフレに大幅な上昇圧力を及ぼすことなく、一段と速いペースで上昇する可能性を示唆」最近の賃金動向は、労働情勢が失業率によって示されているよりも軟調であることを示唆(ジャクソンホール)
Fischer・FRB副議長		あり	あり	8月11日	「米国と世界の景気回復は期待外れ、潜在成長率の永久的な下方シフトを示唆する可能性」住宅セクターや冴えない外需が引き続き米景気回復の重石
Dudley・NY連銀総裁、 FOMC副議長		あり	あり	9月22日	「経済の力強さの一段の確証を得るまで利上げを見送るべき」ドル相場は政策目標ではないが、金融政策の適切さに影響を及ぼす可能性「低金利を考慮すればFedには忍耐強さが必要」時期尚早の利上げを避けるべき「市場はFOMC参加者のFF金利予想(ドット予想)を注目し過ぎ」
Williamsサンフランシスコ連銀総裁		なし	あり	9月8日 8月22日 8月21日	SF連銀エコノミスト論文「市場参加者らは、FF金利の引上げ時期や引締めペースを含め、現時点でFRBの予想中間値よりも低目の道筋を織り込みつつある」 「米労働市場には著しい緩みが残っている」まだ利上げ時期ではない、来年半ばまでは公算小さい「インフレは全く懸念していない」 「現時点で利上げを一般的に想定されているより前倒しする必要はない」データがとて弱くなれば前倒しされるし、失望的な内容ならば遅れる
Lockhartアトランタ連銀総裁	なし	あり	9月25日	「米経済は内外の需要低迷の影響を受けており、利上げ開始は15年央からそれ以降にずれ込む可能性」米経済へのリスクはドル高による輸出減「インフレ率は以前、冴えない需要動向を反映、根強いアンダーシュートの方を懸念」	
Rosengrenボストン連銀総裁	なし	なし	9月5日	「労働市場に大きな緩みが存在することを踏まえると、FRBは緩和引揚げ時期を忍耐強く待ち、市場に対し利上げの具体的な時期を示すことを控える必要」1年以内にFRBがインフレ率2%と完全雇用の目標を達成されると予想できるまで、利上げを実施すべきでない「15年半ばに利上げ実施との見方は概ね合致するが、失業を巡る先行き不透明感が存在するため、完全雇用達成は予想から数四半期、前後に振れる可能性も」住宅セクターは望んでいるほど堅調でない	
Evansシカゴ連銀総裁	なし	あり	9月24日	「インフレ率が目標の2%をやや上回っても、金融緩和の解除に極めて辛抱強くあるべき」政策目標に向け十分な勢いがついたと一段の確信が持てるまで、利上げを遅らせる方が望ましい「利上げによって景気回復を頓挫させることが、FRBが直面する最大のリスク」インフレ率は今後2年間にわたり2%を下回り続ける可能性「インフレ率が一定期間、目標を小幅上回ったとしても、経済に多大なコストをもたらすことはない」最近のドル高によりFRBがより緩和的な政策を行う可能性	
Kocherlakotaミネアポリス連銀総裁	あり	なし	9月23日 9月22日	「インフレ率は2018年まで4年間、2%を下回る水準に留まると予想」過度なインフレ高進を招かずに需要押上げに金融政策が効果を発揮する余地があることを示唆 「2%のインフレ目標達成に2年という期限を設けるべき」現在6.1%の失業率につき、物価押し上げ圧力をもたらすことなく5%まで下がるのが可能「インフレ目標を下回る状況での利上げについて、FRBの信認やインフレ期待への影響を勘案し、慎重を期すべき」	
↓ ハト派					

(出所) トムソン・ロイター等各種メディアを基にプレビデンティア・ストラテジー作成

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14年分)
円	<p>「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14年9月21日)</p> <p>「円安牽制：敵は己の内にあるか？」(14年9月13日)</p> <p>「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日)</p> <p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p>
ドル	「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)
ユーロ	<p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p>
ポンド	<p>「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日)</p> <p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p>
豪ドル	「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)
NZドル	<p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p>
加ドル	「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)
フラン	「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)
主要通貨	<p>「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)</p> <p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリーだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないうで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日)</p> <p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p>