

ジャクソンホール：テーマはバブル ～12月利上げ再開の根拠に～

2017年8月22日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・欧米で主要経済指標の公表はなかった。

【海外株式市場・外国為替相場・債券市場他】

- ・前日の米国株は小幅反発。新規の材料に乏しいなか、買い戻し優勢。WT I 原油は47.37^{ドル}（▲1.14^{ドル}）で引け。
- ・前日のG10通貨はUSDが全面安。特段の材料がないなかで米金利低下・USD売りの展開に。USD/JPYは109近傍での推移となり、EUR/USDは1.18を突破。
- ・前日の米10年金利は2.182%（▲1.2bp）で引け。欧州債市場（10年）はドイツ（0.400%、▲1.4bp）、フランス、スペインが小幅に金利低下となった一方、イタリアが横ばい。対独スプレッドはフランス、スペインが概ね横ばい、イタリアがワイドニング。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は新規の材料に乏しいなか、前日終値付近でもみ合い（10：00）。

<#ジャクソンホール #目先の金融政策は言及なし #資産バブル?>

- ・24-26日の日程で開催されるジャクソンホール・シンポジウムでは、25日にイエレン議長、ドラギ総裁の講演が予定されている。かつてこの場でバーナンキ議長が重要な政策変更のメッセージを発し、ドラギ総裁も2014年に資産購入の可能性を示唆した経緯があるが、今年は両中銀トップとも目先の金融政策については言及しない見込み。
- ・まずドラギECB総裁については、関係者の発言として「金融政策に関する新たなメッセージは打ち出さない」と15日付けでロイターが報じている。それまでは「秋」に討議するとしていた資産購入の縮小に関して何らかのメッセージが発せられるとの期待が一部にあったものの、ECBが事前にそうした観測を打ち消した格好となる。新たなメッセージは「秋」（9月会合）まで待つ必要があるだろう。
- ・またイエレン議長も、目先の金融政策について言及することはないだろう。8月はFOMCが開催されないという事情もあって、その時間的な“谷間”を埋めるべく何らかのメッセージを発することが過去にあったが、今年に限って言えば9月のバランスシート縮小開始の決定が既定路線になっており、敢えてこの場で発言する必要性に乏しい。ちなみに講演の題目は「金融の安定（*Financial Stability*）」。
- ・もっとも、この「金融の安定」というタイトルから察するに、過度に緩和的な金融政策が資産バブルを誘発するとの認識が示される可能性は想定しておきたい。折りしも、直近発表された7月FOMC議事録では株価バリュエーションや商業用不動産（ローン）市場の過熱感に関する記載が盛り込まれていたばかり。それらに直接的な言及があれば、リスク性資産が調整を迫られる可能性があるだろう。
- ・従来FEDは、資産バブルを未然に防止することを重視するBISビューに距離を置き、「雇用最大化と物価安定」の達成を目的とした金融政策の結果、資産価格が大幅な上昇を示したとしても、それを金融引

き締めによって阻止する必要はないとの考えを示している（FEDビュー）。しかしながら、現在進行中の金融政策の正常化を巡っては、不可解なほど鈍いインフレ率が利上げの阻害要因となっており、FEDとしては利上げを正当化する材料が欲しいのも事実。今回の講演で資産価格の過熱を明示的に牽制することはないだろうが、金融政策の正常化を進める上で、それが根拠の一つになる可能性はあるだろう。イエレン議長が「金融の安定」を保つうえで、資産価格を重視する構えをみせれば、インフレ率が停滞するなかで、FEDが12月に利上げを再開する可能性が高まる。