

みずほマーケット・トピック (2017 年 3 月 16 日)

FOMC を受けて～さほどハト派にあらず？～

14～15 日に開催された FOMC は昨年 12 月以来、3 か月ぶりの利上げを決定した。利上げ幅は +0.25%ポイントとなり、注目されたメンバーによる政策金利見通し (ドットチャート) では、2017 年中の利上げ見通し (中央値) に関し 2 回と前回 12 月分からの見通しが据え置かれた。また、スタッフ経済見通しも前回 12 月分から大きな変化はなく、声明文冒頭の総括判断も 2 月分から維持されている。それだけに 2 月以降に強まった FRB のタカ派姿勢や結果としての今回の利上げについては疑問も残る。だが、「経済に対する評価が現状維持でも利上げは適切」という姿勢を貫くのであれば、今後の利上げの確度は高まった可能性も。いずれにせよ、引き続き利上げの背後にある理屈は判然としない。「将来の利下げ余地を作るべく利上げをしてしまおう」という糊代的な願望が強いのであれば、現状の正常化路線に正当性と持続性はやはり疑わしい。

～「事実で売り」が先行～

14～15 日に開催された FOMC は昨年 12 月以来、3 か月ぶりの利上げを決定した。利上げ幅は +0.25%ポイントとなり、注目されたメンバーによる政策金利見通し (ドットチャート) では、2017 年中の利上げ見通し (中央値) に関し 2 回と前回 12 月分からの見通しが据え置かれた (2018 年も据え置き)。また、スタッフ経済見通し

FRB の経済見通し (大勢見通し、%)、※2017 年 3 月時点

	2017	2018	2019	長期見通し
実質 GDP 成長率 (12 月時点)	2.0～2.2 (1.9～2.3)	1.8～2.3 (1.8～2.2)	1.8～2.0 (1.8～2.0)	1.8～2.0 (1.8～2.0)
失業率 (12 月時点)	4.5～4.6 (4.5～4.6)	4.3～4.6 (4.3～4.7)	4.3～4.7 (4.3～4.8)	4.7～5.0 (4.7～5.0)
PCE インフレ率 (12 月時点)	1.8～2.0 (1.7～2.0)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0～2.1 (2.0～2.1)	2.0 (2.0)
PCE コアインフレ率 (12 月時点)	1.8～1.9 (1.8～1.9)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0～2.1 (2.0)	

(資料) FRB

(SEP: Summary of Economic Projections) も前回 12 月分から大きな変化はなく (表)、声明文冒頭の総括判断も 2 月分から維持されている。それだけに 2 月以降に強まった FRB のタカ派姿勢や結果としての今回の利上げについては、その理由に関し疑問も残る。一部ではドットチャートに関し、2017 年の利上げ見通しが 3 回から 4 回へ引き上げられ、バランスシート縮小に関する議論も着手されるのではないかと観測もあったことから、今回の結果はハト寄りを受け止める向きが多い。結果、米金利、為替ともに「事実で売り」が先行しており、ドル/円相場は一時 113.17 円まで急落し、本日東京時間午前も同水準で推移している。

～本当にハト派寄りか？～

声明文冒頭の総括判断は「Information received since the Federal Open Market Committee met in February indicates that the labor market has continued to strengthen and that economic activity has continued to expand at a moderate pace」と前回 2 月分と全く変わっていない。この

点、イエレン FRB 議長自身、会見冒頭において「本日の決定は経済見通しや金融政策に対する適切な経路の見直しを反映したものではない」と述べており、前回 12 月以降の経済・金融動向に関し、何か新しい動きがあったことを受けて利上げに踏み切ったわけではないことを断っている。

しかし、このようなイエレン議長の物言いからは「現状のスタッフ経済見通しが大きく悪化することが無い限り、今後も利上げは正当化される」といった意図が透けて見える。会見を見る限り、イエレン議長はトランプ政権下での拡張財政は潜在的に経済見通しへ影響すると述べているものの、その影響を知るにはまだ早いという立場を変えていない。だとすると、今後の財政政策次第では利上げペースの加速もあり得るということだろうか。いずれにせよ「経済に対する評価が現状維持でも利上げは適切」という姿勢が示されたことは今後にとって重要な論点かもしれない。この点だけに着目すれば、今回の市場反応が示すほど、FRB がハト派だったとは言えない可能性もあり、今後の利上げの確度は高まったと考えられる(もっともそれが正しいかどうかは別の話だが)。

なお、敢えて今回の利上げ理由を探るとすれば、物価の評価に関し「Inflation increased in recent quarters but is still below the Committee's 2 percent longer-run objective」だったものが、「Inflation has increased in recent quarters, moving close to the Committee's 2 percent longer-run objective」へと修正されているため、「完全雇用に加え、物価も 2% 到達」という状況が利上げ判断を確実なものにした可能性はある。

～利上げは「大事の前の小事」か？～

今回の市場の受け止めがハト派寄りになったのはひとえにドットチャートが昨年 12 月から維持されたことに起因している。メンバーの見通し(中央値)を見ると、2017 年、2018 年それぞれ 1.375%、2.125% で据え置かれており、示唆される利上げ回数に変化は無い。とはいえ、2017 年に関し 1.625% (≒あと 3 回利上げ。つまり年 4 回利上げ) を主張するメンバーは 3 名から 4 名へ増えており、FOMC が強硬化している様子もなくはない。上述したように、現状の FOMC は「経済に対する評価が現状維持でも利上げは適切」という姿勢の下、「特にイベントがなければ今後も利上

げを打ち込む」という方向で意見集約を進めているように見受けられ、年 3 回(あと 2 回)の利上げは相当の現実味を持って議論されている可能性がある。既にバランスシート縮小について議論を進めている以上、利上げは「大事の前の小事」である。

～糊代願望の危うさ～

しかし、昨日の本欄¹でも議論したように、FRB の利上げプロセスに沿うように名目金利こそ上昇して

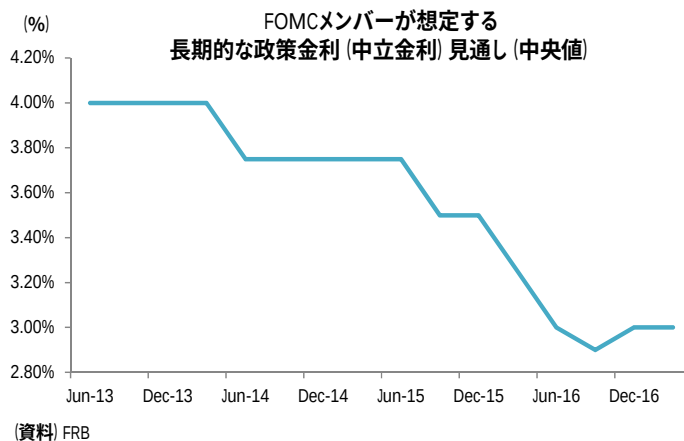
各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2017	2018	2019	Longer run
Jun-13	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Sep-13	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Dec-13	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Mar-14	n.a.	n.a.	n.a.	4.00%
Jun-14	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	3.75%	n.a.	n.a.	3.75%
Dec-14	3.625%	n.a.	n.a.	3.75%
Mar-15	3.125%	n.a.	n.a.	3.75%
Jun-15	2.875%	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-15	2.625%	3.313%	n.a.	3.50%
Dec-15	2.375%	3.250%	n.a.	3.50%
Mar-16	1.875%	3.000%	n.a.	3.25%
Jun-16	1.625%	2.375%	n.a.	3.00%
Sep-16	1.125%	1.875%	2.625%	2.90%
Dec-16	1.375%	2.125%	2.875%	3.00%
Mar-17	1.375%	2.125%	3.000%	3.00%

(資料) FRB

¹ 本欄 2017 年 3 月 15 日号『米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMC を前に～』をご参照下さい。

いるものの(昨日は下落したが)、これに付随するインフレ期待は上昇が止まっている。それは即ち、「名目金利－インフレ率(or インフレ期待、以下 BEI)＝実質金利(or 期待実質金利)」の定義関係に基づけば、期待実質金利の上向きひいては米国の潜在成長率の上振れを示唆する現象である。事実、昨年9月を境としてスタッフ見通しやドットチャートから示唆される潜在成長率や中立金利は底打ちしているため



(図)、FRB はそのように考えているのかもしれない。そのような考えが正しければ、眼前見られている「名目金利上昇&BEI 横ばい」というねじれ現象も利上げの障害にはならない。

しかし、本欄では繰り返し論じている点だが、昨年11月以降で著しく進んでいる米金利とドルの上昇が実体経済に何ら悪影響をもたらさないという想定が果たして正しいのだろうか。2月14日のイエレン議長による議会証言以降、FRB 高官は立て続けにタカ派な情報発信を行うようになったが、この間に「経済の断層」を感じさせるような大幅な改善があったとは言えない。今回の記者会見でも、最近になって突然タカ派色を強めた理由を問い詰める記者が現れており、やはり違和感はある。巷で邪推されるように、今後、民主党政権下で指名された FOMC メンバー(イエレン議長含む)が順次、トランプ政権の好みに沿ったメンバーに入れ替えられていく可能性が高い。そうだとすれば景気や資産価格(ドルを含む)の逆風となる利上げは頓挫するだろう。その前に「将来の利下げ余地を作るべく利上げをしてしまおう」という糊代的な願望が強いのではないか。恐らく、このままではいけばイエレン議長は自身の退任が視野に入る今年後半にもバランスシート縮小議論に道筋をつけ、これを置き土産にする可能性がある(バーナンキ元議長がテーパリングに道筋をつけたように)。しかし、糊代願望だけでそこまで踏み込むのだとしたら、非常に強いリスクを感じる。

本来は雇用統計を筆頭とする強い経済指標や金利に代表される金融指標の逼迫を受けて市場参加者が能動的に利上げの必要性を察知するのが望ましいが、今回は「FRB がそこまで言うなら・・・」という受動的な雰囲気強いように思えてならない。そうした力ずく的意思疎通に基づく正常化路線が果たして正当性と持続性を持ち得るものなのか。筆者はどちらかと言えば懐疑的である。

国際為替部
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。

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
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCの前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム (PSPP) の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TIC)レポート)～対米資本フローに表れる不自信～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨 (12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで復讐的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC (12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も頭頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～②
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状 (2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について