

みずほマーケット・トピック(2017年4月6日)

FOMC 議事要旨を受けて～「B/S 縮小 ドル高」とは限らず～

昨日公表された FOMC 議事要旨は多くの論点を含んでいた。最大の注目点は再投資方針の変更について広範な議論が交わされたこと。こうした動きは「もはや危機後ではない」という事実を浮き彫りにするものである。議事要旨の議論を総合すると、再投資停止のアナウンスは年内に行われ、実施は来春、方法は段階的といった選択肢などが考えられる。だが、B/S 縮小の経済効果は金利上昇であり本質的に利上げであるため、着手と引き換えに利上げが停止される公算大。つまり、年内の B/S 縮小決定が既定路線だとすれば、同時に利上げ休止も既定路線に。仮に MBS の再投資停止が金利感応度の高い住宅投資などに影響した場合、極めて緩やかなペースでしか B/S 縮小は進まないだろう。B/S 縮小自体は危機対応との決別を示すものだが、それが(恐らく小休止されるだろう利上げと比較して)必ずしもドル相場を押し上げる政策運営になるとは限らないことも留意しておきたい。

～「もはや危機後ではない」という状況～

昨日の金融市場は荒れた展開となった。米 3 月 ADP 雇用統計が良好な結果となったことを受け NY ダウ平均は大幅上昇となったが、その後公表された FOMC 議事要旨(3 月 14～15 日開催分)において一部のメンバーから株価に関し「非常に高い」との認識が示されたことが明らかになると一転急落した。また、年内にバランスシート(B/S)縮小議論に着手されることで意見集約が進んでいそうなことも株価の上値を重くしたのかもしれない。楽観と悲観が入り交じる状況だが、現状の為替市場は FOMC や米金利に対する感応度が落ちている印象が強い。言うまでもなく通貨・通商政策を司るトランプ政権の思想を背景にドルは買えないという判断が強いのだろう。とはいえ、FRB の B/S 縮小への着手は「もはや危機後ではない」という事実を浮き彫りにする動きには違いない。

～「デュアルマンデートに照らして磐石な利上げ」とは言えず～

3 か月ぶりの利上げを決定した会合だが、「They judged that, even after an increase in the target range, the stance of monetary policy would remain accommodative」とあるように、利上げしても尚、緩和的であるとの判断が示されており、依然、連続的な利上げが志向されていることが窺える。これは当然、デュアルマンデート(雇用最大化、物価の安定)の達成を念頭に置いた判断だが、まず雇用に関しては「Nearly all participants judged that the U.S. economy was operating at or near maximum employment」との評価が見られているように、雇用市場の逼迫が現在の利上げ路線を支える最大の根拠となっているのは間違いない。だが、昨日の本欄でも議論したように、平均時給や広義失業率(U-6 失業率)などが冴えない環境で完全雇用と断じることにはリスクはやはりある。

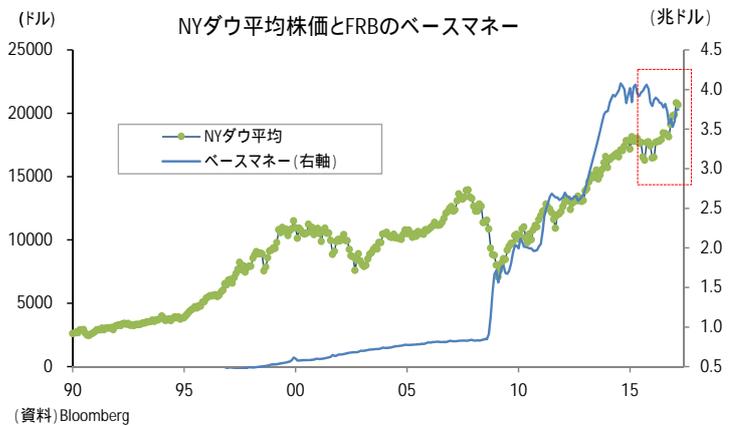
片や、物価に関しては「In contrast, participants held different views regarding prospects for the attainment of the Committee's inflation goal」とあるように様々な意見が混在している。最も多い意

見は「A number of participants noted that core inflation was a useful indicator of future headline inflation, and the latest reading on 12-month core inflation suggested that it could still be some time before headline inflation reached 2 percent on a sustained basis」というものであり、コアインフレ率(具体的にはコア PCE デフレーター)が前年比+2%に到達するにはまだ時間が必要という認識である。この点、デュアルマニデート(雇用最大化、物価の安定)の片方しか実現されていない中で利上げという認識は FOMC 内でも共有されているとみられる。それでも利上げが肯定されるのは「完全雇用なのだから、賃金上昇などを通じて、これから物価は上がってくる」という思想があるのだろう。しかし、しつこいようだが、その完全雇用という前提条件に確証が無いことが問題である。

そのほか、物価に関しては様々な意見があり、「2%近辺で安定的に推移させるために緩和縮小に慎重であるべき」という弱気の見方と「過去 12 か月間平均して+1.75%程度のコア PCE は本質的に目標達成しており、年後半に上昇してくると判断される」という強気の見方が混在しており、物価に対する評価が定まっているわけではない。なお、後者の強気派はスタッフ経済見通しで示されているよりも正常化ペースを加速させるべきとまで述べている。しかし、昨日の本欄でも見たように、過去 5 年間、スタッフ経済見通し(SEP)のインフレ率見通しは楽観的過ぎたという実績がある。強気派の主張は到底説得力があるものとは言えないだろう。以上のような議論を踏まえる限り、やはり 3 月利上げが「デュアルマニデートに照らして磐石な利上げ」とは言えないように見受けられる。

～「株価は高過ぎる」との評価について～

なお、今回の議事要旨における最大の注目点は年内の B/S 縮小で意見集約が進んでいそうなことだが、株価に関して「Some participants viewed equity prices as quite high relative to standard valuation measures」との声が挙がっていることも明らかになった。そのほか「It was observed that prices of other risk assets, such as emerging market stocks, high-yield corporate



bonds, and commercial real estate, had also risen significantly in recent months」ともあり、株価に限らず、ハイ・イールド社債、商業用不動産といったリスク資産に対しても高値警戒が指摘されている。確かに、2015 年以降に見られているベースマネーの顕著な減少ペースの割に NY ダウ平均の上昇はやや行き過ぎている印象は否めない(図)。過去の本欄でも述べたように、実体経済が際立って改善していない中で金融緩和を縮小しても株価が動揺しないのは来るべき拡張財政を織り込んでいるからと考えるのが自然だろう。しかし、議事要旨中에서도指摘されているように、「意義のある財政刺激(meaningful fiscal stimulus)」は 2018 年までは顕現化することがない。その間に、急騰した金利とドルが実体経済の勢いを削ぐことはないのか(ひいては株価を押し下げることはないのか)という視点が今後、極めて重要になってくる。とはいえ、FRB の責務は株価の安定ではないため、リスク資産の騰勢に警戒が強まっている状況自体は利上げ路線を正当化するものと考えられる。

～B/S 縮小は年内アナウンス、来春から実施？～

ヘッドラインで大々的に報じられているように、今回の議事要旨では経済が予想通りのパフォーマンスを続けた場合、漸次的な利上げと年後半における再投資政策の変更が適切になると殆どの参加者 (most participants) が考えていることが明らかになっている。また、多くの参加者 (many participants) はバランスシート規模の縮小は「受動的かつ予見可能な方法 (a passive and predictable manner)」で実施されるべきだと主張しており、かねて言われていたように、売却ではなく再投資停止を通じて B/S 縮小を図ることがほぼ既定路線と見られる (もちろん、経済が不調をきたした場合、再投資を開始する可能性も議論はされている)。再投資停止に着手する場合、米国債と政府機関債 (MBS) が同時に対象になる可能性が示唆されている。この点、「まずは MBS から」という意見が当初多かったようにも思われることから、やや意外感はある。

そのほか、段階的に終了するべきか、それとも一気に終了させるべきかという論点に関しても、そのコスト/ベネフィットについて議論が交わされている。段階的な終了については市場のボラティリティを高める可能性が高く、コミュニケーション上の難しさが残ることが指摘されている。片や、一気に終了させる方法についてはコミュニケーションが容易であり、正常化プロセスも迅速に進むとされており、FOMC の雰囲気は「一気に終了」へ傾いているようにも見える。

だが、殆どの参加者 (Nearly all participants) が「the Committee's intentions regarding reinvestment policy should be communicated to the public well in advance of an actual change」で合意したことも明らかになっており、十分なリードタイムと予告をもって再投資停止が公表されることは間違いなさそうではある。また、「制度公開市場勘定 (SOMA: System Open Market Account)」の管理者による調査結果として「再投資方針の変更に際し、市場参加者は 2017 年後半か 2018 年前半にアナウンスされると見込んでおり、一旦アナウンスされれば、一気に終了ではなく段階的に終了させると予想している」といった事実にも言及が見られている。総合すると、再投資停止のアナウンスは年内に行われ、実施は来春、方法は段階的といった選択肢などが考えられるだろう。

～ハト派のカシュカリ総裁も B/S 縮小は支持～

昨日の本欄ではカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁のエッセイ『何故、私は反対したのか (Why I Dissented)』を詳しく取り上げたが、実はこの中では「まずは (利上げより先に) B/S 縮小に関して詳細なプランを公表すべき」という提案がなされている。カシュカリ総裁は「B/S の規模を調整することが標準的な政策手段だとは思わない。とはいえ、我々は正常化プロセスを間もなくスタートしなければならない」との見解を示した上で、「最初のステップは、どのようにして B/S を縮小させ、いつそれを始めるのかに関し詳細なプランを公表すること」と述べている。さらに「B/S 縮小を始める前に、そのプランの詳細を理解するための時間を市場に与えることが不可欠」とも述べられ、まずは B/S 縮小のプロセスについて予見可能性を高めることの重要性を提示している。この点は今回の議事要旨で示された方針と大差が無いものである。

重要なことはその後であり、「プランの公表自体が大きな市場反応を促すことはなさそうだが、それに確証があるわけではない」とし、「この点、B/S 縮小プランの公表は、影響度が不透明な利上げの代替手段と見なすことが出来る」との見方を示している。この上で、「ひとたびデータが引き締めを支持するようになれば、私は (利上げよりも) B/S 縮小プランの公表を好む」と述べている。こうしたス

テップを踏み、市場の反応がこなされた後でようやく「FF 金利が主たる政策手段として復活する」というのがカシュカリ総裁の描く正常化プロセスとして示されている。現実には既に3回の利上げが実施されてしまっているわけだが、B/S 縮小に関しては唯一のハト派と化しつつあるカシュカリ総裁の賛同も得られる可能性があり、決定までのハードルはやはり低いように思われる。退任前の正常化に固執し始めているイエレン FRB 議長からすれば、B/S 縮小は格好の置き土産にもなり得る。なお、後述するように、B/S 縮小が利上げの代替となるという論点は今後重要になってくるだろう。

～「B/S 縮小≒ドル高」とは限らず～

実際、利上げよりも B/S 縮小が優先というのは理に適っている。本欄では繰り返し述べているように、世界で利上げ出来る中央銀行が FRB だけという状況だからこそ、制御不能な金利上昇を招くことなく B/S 縮小(≒MBS や米国債の放出)に着手出来るという側面はある。これに対し、世界経済が上向きで、各国のインフレ率も上昇し、多くの中央銀行が引き締め路線を歩んでいる時に B/S 縮小に踏み切るのは、少なくとも現状で同じ措置(B/S 縮小)を行うよりもリスクが高いはずである。

また、B/S 縮小の経済効果は金利上昇であり本質的に利上げであるため、着手と引き換えに利上げが停止される観測もある。この点は、3月31日に行われたダドリーNY 連銀総裁の講演でも「バランスシートの正常化は金融情勢の引き締め方向への動きとなるため、短期金利の引き上げの代替となり得る」と明言されているし、上述のカシュカリ総裁のエッセイでも類似の論点が指摘されている通りである。つまり、年内の B/S 縮小決定が既定路線だとすれば、同時に利上げ休止も既定路線ということになる。

問題は、FF 金利の引き上げと異なり、MBS の再投資停止が決定された場合、それがどれだけ直接的に住宅ローン金利上昇に跳ねるかといった論点である。住宅投資の金利感応度は高く、しかもそこから波及する裾野も広いことで知られる(住宅購入時に様々な財・サービスが消費されるため)。仮に、目に見えて住宅投資にブレーキがかかるような事態に至った場合、その影響を緩和するという意図から MBS 償還資金の一部を国債に再投資し、B/S 縮小ペースを制御する可能性なども考えられる。となると、B/S 縮小に着手したとしても、その歩みは相当遅々たるものになり、現状の利上げペースと比較して「タカ派度合い」が低下する展開などもあり得る。

B/S 縮小自体は危機対応との決別を示すものだが、それが(恐らく小休止されるだろう利上げと比較して)必ずしもドル相場を押し上げる政策運営になるとは限らないことも留意しておきたい。

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4月5日	真っ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシウカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCを前に～
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(TICLレポート)～対米資本フローに表れる不信心～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長証言を受けて～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～実効ベースで複眼的に～
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	イタリア国民投票プレビューと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	イタリア国民投票プレビュー
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」の可能性も念頭に～
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～