

みずほマーケット・トピック(2017年5月25日)

## FOMC 議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～

注目された FOMC 議事要旨(5月2～3日開催分)は6月利上げやバランスシート(B/S)縮小について前向きな記述が見られたものの、やはり物価を含む経済活動の減速について慎重な見方も散見されており、これが「一過性(transitory)」の動きなのか見極めたいという記述も見られた。市場では後者が材料視されドル売りが進んでいる。昨日の本欄でも述べたように、この1週間で物価や雇用の現状について慎重な見方を提示する FRB 高官が相次いで現れており、6月利上げに至る可能性は依然高いながらも、持続性という観点では明らかに雲行きが怪しくなっている。持続性の無い利上げプロセスにドル買いは付いてこない。5月会合後も計数の悪化は相応に続いており、ここにきて FRB 高官による弱気な発言も目立ち始めていることから、「一過性」の取り扱いが6月にどのような判断を受けるのかが大きな注目を集めそう。

### ～慎重な記述にドル売りで対応～

昨日の為替相場はドルが下落する展開。注目された FOMC 議事要旨(5月2～3日開催分)は6月利上げやバランスシート(B/S)縮小について前向きな記述が見られたものの、やはり物価を含む経済活動の減速について慎重な見方も散見されており、これが一過性の動きなのか見極めたいという記述も見られた。市場では後者が材料視されドル売りが進んだ模様である。昨日の本欄でも述べたように、この1週間で物価や雇用の現状について慎重な見方を提示する FRB 高官が相次いで現れており、6月利上げに至る可能性は依然高いながらも、持続性という観点では明らかに雲行きが怪しくなっている。持続性の無い利上げプロセスにドル買いは付いてこないだろう。こうした状況下、ドルは対ユーロで 1.1222、対円で 111.49 円まで値を下げている。

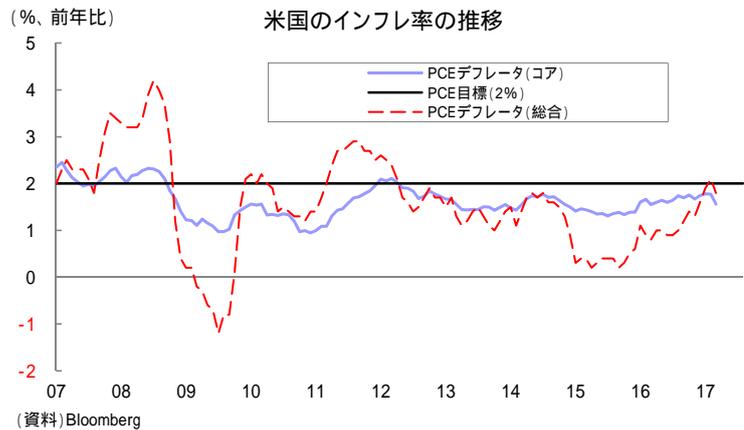
### ～6月に注目される「一過性(transitory)」の取り扱い～

利上げを見送った5月会合だが、「Participants' Views on Current Conditions and the Economic Outlook」において「経済指標が想定通りの結果になれば、間もなく追加利上げが適切」との記述が見られ、基本的には6月利上げを既定路線とする様子が確認されている。なお、投票権を持たない2～3名の参加者(participants)においては5月会合での利上げも可能と主張する向きも現れており、依然、FOMCにおけるタカ派色の強さを感じる。また、その後の「Committee Policy Action」まで読み進めれば、投票権を持つメンバーにおいては1～3月期の成長減速は恐らく一過性(transitory)であり、漸次的に正常化する金融政策スタンスと共に拡大を続けるとの見通しで意見が一致している。しかし、会合後も計数の悪化は相応に続いており、ここにきて FRB 高官による弱気な発言も目立ち始めていることから、「一過性(transitory)」の取り扱いが6月にどのような判断を受けるのかは俄然注目を集めるだろう。まずは5月雇用統計(6月2日公表)の仕上がり注目され、その後のハードデータ(小売売上高や消費者物価指数など)も重要になる。

～「待つのが賢明 (prudent)」がショックに～

既に6月利上げは市場参加者にとって done-deal であり、元より肯定されるとしか思われていない(昨日の議事要旨を受けても依然、織り込みは80%を超えている)。それだけに「Committee Policy Action」の項で見られた「緩和解除にあたって次のステップを取る前に、最近見られている経済活動ペースの減速が一過性(transitory)であるという証拠を待つのが賢明 (prudent)」と投票権を持つメンバーが判断したという記述がショックとなり、ドル売りに繋がったのだと思われる。

さらに、「Participants' Views on Current Conditions and the Economic Outlook」に目を戻せば、何人かの投票権を持たない参加者が「コア個人消費支出(PCE)デフレーターの上昇率が8年間にわたって+2%を下回っていることを考えれば、まず+2%に戻ることが重要であり、漸次的な引き締めアプローチがその一助になる」といった趣旨の主張を展開していることも目を惹いた。



確かに安定的にコア PCE デフレーターが+2%を超えて推移していたのは2008年まで遡る必要がある(そのため「9年間」というのが正確である。図)。

こうした主張は、端的に言えば、物価動向が付いてきていない段階で利上げを焦るべきではないということだろう。かつてカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁も利上げに反対したエッセイの中で「+2%は天井(ceiling)ではなく目標(target)なのだから、そこに到達する前に引き締めを行うのはおかしい」との主張を展開していたが、今回の議事要旨でも同様の議論の跡が見られる。

～B/S 縮小で意見集約は進みそう～

注目される B/S の取り扱いに関しては「再投資をしない金額(cap)は3か月ごとに引き上げる」ことを主軸としたスタッフ案が提示されており、殆ど全ての当局者がこれに好意的な見方をしたという。「タイムスケジュールに関しては、景気や利上げパスが現在の想定通りに進展する限り、年内に証券保有の削減を開始するのが適切」と記述されており、6月にもこの議論が継続されるとされている。メインシナリオとしてFRBのB/S縮小を想定すべき局面に入ったと言えるだろう。

実際のところ、ハト派筆頭のカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁も B/S 縮小を示唆するアナウンスそれ自体が引き締め効果を持ち、利上げを代替するので、早めにその計画を提示すべきと自身のエッセイで述べている<sup>1</sup>。エッセイ自体は3月FOMCにおける利上げへの反対理由を書き連ねたものであったが、B/S縮小だけは「むしろそちらを先にやるべき」という姿勢であった。振り返れば4月7日にはダドリーNY連銀総裁が「B/Sを縮小させれば、将来必要になった時に拡大させる余地が生まれる」と述べ、その1か月後の5月8日にはウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が「将来の景気後退時に必要なら利用できるようなバランスシートにすること」を目的に年内のB/S縮小開始を

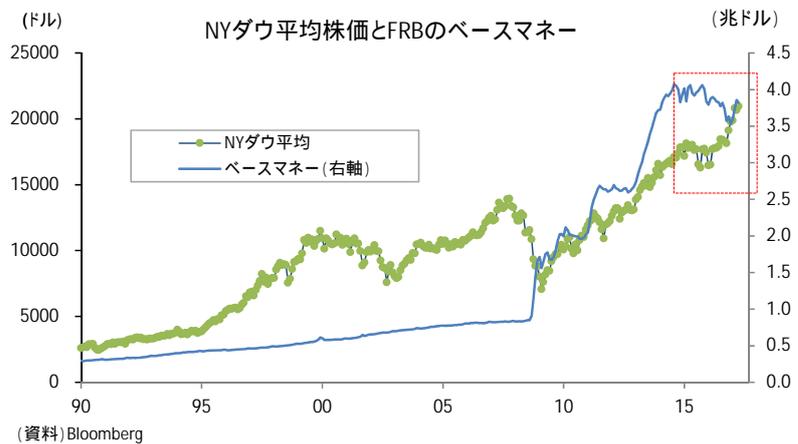
<sup>1</sup> 本欄 2017年4月5日号『真っ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～』をご参照下さい。

支持している。「利上げの代替として」もしくは「将来の緩和余地(糊代)として」の B/S 縮小は FOMC の中でもタカ・ハト両面から意見集約が進みやすいというのが実情と推測される。

～空中戦が続く株価は耐えられるのか？～

問題はそれによって何が起きるかである。B/S 縮小を支持するこれまでの高官発言を見る限り、「慎重に進めれば大丈夫」という意図が見え隠れするが、内心ではかなり怯えているのが事実だろう。例えば、4月7日にダドリー総裁は「われわれとしては目立たない形での実施を強く望んでいる。一大イベントではなく、非常に控えめでささいなイベントにしたい。この先何か月にもわたり、当局が B/S 縮小を極めて注意深く、慎重に進めていくと分かるだろう」と述べている。だが、QE2 や QE3 の導入や縮小は明らかに金融市場にとっての一大イベントであったし、実際に株、為替、金利は大きく影響を受けた。また、今次ドル高局面は 2014 年 6 月から始まっているが、これは 2014 年 1 月から始まったテーパリングの 5 か月後、バーナンキ前 FRB 議長がそれを宣言してから約 1 年後の出来事だった。ドルは既に高値限界が近づいているため、これ以上の上伸は難しいと筆者は考えるが、為替以外の金融市場にも影響は及ぶはずである。例えば株式市場には不安がある。

2015 年 10 月をピークに FRB の供給するベースマネーは著しく減少しているのに対し、NY ダウ平均は殆ど調整しておらず、それどころか加速している(図)。3 月 FOMC 議事要旨では何人かの委員が米株について「とても割高」と述べていたことが話題になったが、そこからさらに続伸しているのが現状である。少なくとも 2016 年 11 月以降の



NY ダウ平均の堅調はトランプ政権下での拡張財政を織り込んだものと筆者は理解していたが、今やその説明も大分苦しくなっているといわざるを得ない。この株価上昇に根拠はあるのだろうか。

現状を客観的に整理すれば、金融部門の流動性(ベースマネー)が引き揚げられ、これを穴埋めする財政出動も期待できず、中央銀行はその株価を割高だと評価しているという状況になる。今回の議事要旨を見る限り、少なくともベースマネーは今後、顕著に減ることはあっても増えることはない。B/S 縮小によって直接注目されるのは名目金利の動向となるだろうが、空中戦が続いている NY ダウ平均に代表される米株が今秋以降に想定される FRB の正常化プロセスに耐えられるかどうかはかなり怪しいというのが筆者の基本認識である。株価が崩れてくれば、利上げも出来ず、元より高いドル相場も調整を迫られることは言うまでもない。

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](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。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
2017年4月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月24日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次ブラザグ意」疑惑～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベシスワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
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～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレインードからカシユカリへ～
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読むか～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(PSP)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信感～)
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～
2017年1月25日	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23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20日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月19日	週末版
2017年1月18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17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16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13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12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11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6日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月5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4日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年12月27日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2017年12月26日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2017年12月22日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?
2017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)
2017年12月19日	週末版
2017年12月16日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2017年12月15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～)
2017年12月13日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2017年12月12日	米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～
2017年12月9日	円相場における実需と投機の現状について
2017年12月7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～)
2017年12月6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
2017年12月5日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2017年12月2日	トランプノミックスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2017年12月1日	週末版(トランプノミッ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～)
2017年12月1日	イタリア国民投票レビュー