

みずほマーケット・トピック (2017 年 6 月 15 日)

FOMC を終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～

FOMC は FF 金利誘導目標を現行の「0.75～1.00%」から「1.00～1.25%」へ引き上げることを決定。政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）は年内あと 1 回、2018 年 3 回の利上げを見込んでおり、前回からイメージは変わっていない。注目されたバランスシート (B/S) の縮小に関しても、年内に着手する旨が声明文に初めて記載された。しかし、各種指標は明らかに冴えないものが増えており、FOMC が示唆する B/S 縮小と利上げの併存が妥当なのか引き続き疑問。そもそも B/S 拡大を緩和と喧伝してきた経緯を踏まえれば、その逆は引き締めにはかならないはずであり、利上げとの併存が景気のオーバーキルに繋がるリスクはやはり気がかりである。会合前対比では米金利低下および円高が進んでおり、正常化プロセスへの信頼は高いとは言えない。FRB がタカ派を喧伝しても、市場は追随しない「笛吹けど踊らず」の状況が続くそう。

～正常化プロセスへの信頼は高くない～

13～14 日に開催された FOMC は FF 金利誘導目標を現行の「0.75～1.00%」から「1.00～1.25%」へ引き上げることを決定した。政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）は年内あと 1 回、2018 年 3 回の利上げを見込んでおり、前回 3 月分からイメージは変わっていない。注目されたバランスシート (B/S) の縮小に関しても、年内に着手する旨が声明文に初めて記載されている。今回は声明文、スタッフ経済見通し (SEP) に加えて、「政策正常化の原理と計画 (the Policy Normalization Principles and Plans)」と題した付属文書も公表されており、ここで保有資産の再投資停止額に関し、米国債は 60 億ドル/月から始めて最大 300 億ドル/月、住宅ローン担保証券は 40 億ドル/月から始めて最大 200 億ドル/月へ 3 か月ごとに拡大していく方針が示されている。

為替相場では会合直前に公表された米 5 月消費者物価指数 (CPI) や米 5 月小売売上高が市場予想比悪化したことを背景にドル売りが加速しており、ドル/円相場は一時 108.81 円まで急落する場面が見られた。しかし、FOMC の変わらぬタカ派スタンスを受けて値を戻している。とはいえ、会合前対比では米金利低下と円高が進んでおり、正常化プロセスへの信頼は高いとは言えない。

～B/S 正常化計画のイメージ～

声明文には目立った変化がないものの、「経済が予測通りに広く進展するならば、年内に B/S の正常化計画を導入することを考えている。償還元本の再投資を減少させることによって証券保有額を漸減させるこの計画に関しては、付属文書である『委員会の策正常化の原則と計画』で解説する」との記述が加わったことが大きな変化である。上述した通り、米国債は 60 億ドル/月から始めて最大 300 億ドル/月、住宅ローン担保証券は 40 億ドル/月から始めて最大 200 億ドル/月へ 3 か月ごとに拡大していく方針が示されている。この点、市場の関心は「どのくらい減少させるか」だが、現段階では「金融政策を効率的かつ効果的に導入するにあたって、もうこれ以上の保有が必要ない」と

FRB が判断するまで (until the Committee judges that the Federal Reserve is holding no more securities than necessary to implement monetary policy efficiently and effectively)」と述べられるにとどまっている。最終的な B/S のサイズも現段階では明示されていないものの、「近年見られている水準よりは大幅小さいが、金融危機前よりは大きい (a level appreciably below that seen in recent years but larger than before the financial crisis)」といった表現で示されている。現在が約 4.5 兆ドル、危機前 (2006 年末) が約 8800 億ドルであるため意味するレンジはあまりにも広いが、中間点とすれば約 2.5～3.0 兆ドルといったイメージだろうか。とすれば、現状対比で最大 2 兆ドルの B/S 縮小となるが、想定される最速ペースである 500 億ドル/月で進めても 3 年以上 (40 か月) かかる。

この程度のペースであれば市場への影響も限定的なものになりそうだが、もちろん米国債や MBS の最終需要が分からない以上、確たることは言えない。特に、米国債に関してはトランプ政権下での拡張財政の行方がその需給環境に大きな影響を与えるはずだが、周知の通り、その先行きは全く分からない。なお、「FF 金利の誘導レンジを調整することが金融政策スタンスを調整するための主要ツールであることを確認した (The Committee affirms that changing the target range for the federal funds rate is its primary means of adjusting the stance of monetary policy)」と書かれている。これは B/S 縮小が利上げを代替するものではなく、併存し得ることを示唆していると思われる。

とはいえ、B/S 拡大を緩和と謳ってきた経緯がある以上、今更その理屈で納得する向きは多くないだろう。B/S 縮小と利上げの併存は強烈な金融引き締めになると考えるのが自然であり、これが米経済のオーバーキルに繋がることを引き続き筆者は懸念したい。

～自然失業率は低下？～

ドットチャートは年内にあと 1 回、2018 年には 3 回の利上げを見込む構図が据え置かれており、中立金利も 3% で横ばいである。上述しているように、FRB は利上げと B/S 縮小を区別している節があるため、B/S 縮小計画を示したからといって利上げプロセスを修正する必要は無いというのが基本認識になるのだろう。こうしたドットチャートのイメージが正しければ 2019 年には中立金利に到達しており、金融政策は淡々と B/S の縮小を進めているという姿だけが残ることになる。しかし、3 月時点のスタッフ経済見通しの計数 (実質 GDP 成長率、失業率、コア PCE デフレーター) のうち、6 月時点で達成できていたのは失業率だけであり、実質 GDP 成長率とコア PCE デフレーターは見通しを下回っているのが現実である。にもかかわらず、利上

各年末の政策金利見通し (予想中央値)

FOMC Date	2017	2018	2019	Longer run
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%
Jun-17	1.375%	2.125%	2.938%	3.00%

(資料) FRB

FRB の経済見通し (大勢見通し、%)、※2017年6月時点

	2017	2018	2019	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	2.1～2.2 (2.0～2.2)	1.8～2.2 (1.8～2.3)	1.8～2.0 (1.8～2.0)	1.8～2.0 (1.8～2.0)
失業率 (3月時点)	4.2～4.3 (4.5～4.6)	4.0～4.3 (4.3～4.6)	4.1～4.4 (4.3～4.7)	4.7～5.0 (4.7～5.0)
PCEインフレ率 (3月時点)	1.6～1.7 (1.8～2.0)	1.8～2.0 (1.9～2.0)	2.0～2.1 (2.0～2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	1.6～1.7 (1.8～1.9)	1.8～2.0 (1.9～2.0)	2.0～2.1 (2.0)	

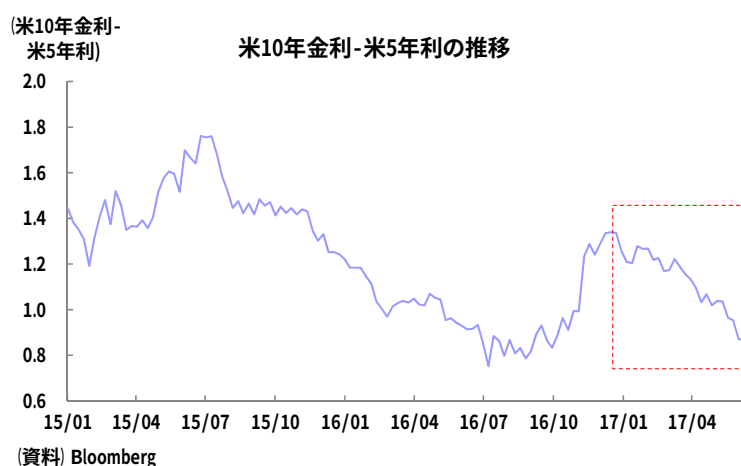
(資料) FRB

げを敢行し、B/S 縮小プランを発表したことについては、やはり現状との齟齬は覚える。

なお、スタッフ見通しで示され自然失業率と見なされる長期失業率 (4.85%) を既に大きく割り込んでいるにもかかわらず物価が加速してこない状況は FRB にとって相当不都合なものであり、今後は物価の停滞に関しては徐々に言い訳が難しい局面に入ってくることになる。この点、前頁表にも示されるように、今回のスタッフ見通しで失業率見通しが低下している一方、コア PCE デフレータは不変であったことが示唆的である。これは要するに、長期失業率の見通しこそ不変であるものの、FRB が本音で想定する自然失業率は低下しており、物価が+2%に到達するためにはさらなる失業率の低下が必要という建付けが意識されているようにも読める。

～ドル/円が 100 円割れを臨む展開変わらず～

3 月利上げ時と同様、今回もカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁だけが反対票を投じている。同氏の 3 月時点の反対理由は前回会合 (当時から見れば 2 月会合) から経済指標に特筆すべき改善が確認されないためという趣旨だった。一連の反対理由はミネアポリス連銀の HP でエッセイ『何故、私は反対したのか (Why I Dissented)』として公表されたが、今回も同様のアクションがあるのか注目



したい。恐らく、今回もカシュカリ総裁は同様の反対理由を抱いたはずである。前回の 5 月会合から今会合に至るまでに米経済指標は改善するどころか予想比冴えないものが続いている。今回の会合直前に発表された 5 月 CPI は前月比横ばい予想に対し下落 (▲0.1%) であり、5 月小売売上高は増加予想に対して減少 (▲0.3%) だった。5 月雇用統計も非農業部門雇用者数変化および平均時給共に市場予想を下回った。市場参加者がこうした米実体経済の現状を捉えているからこそ、米金利のイールドカーブは一向にスティープ化してこないのだろう。図示されるように、年初からのイールドカーブは FRB の順調な正常化プロセスとは裏腹にベアフラット化傾向を強めている。

本欄や『中期為替相場見通し』ではこうした正常化プロセスに対する FRB と市場参加者の受け止め方の違いを指して「笛吹けど踊らず」と述べてきた。いくら中央銀行が正常化プロセスの必要性を喧伝したところで、目先の政策変更には (渋々) 追随するにせよ、先行きまでは信じ切れないというのが市場の本音と見受けられる。FRB の描く青写真は「今年 9 月に利上げを行い、12 月に B/S 縮小をスタートし、来年 3 月以降は 3 か月ごとの利上げと B/S 縮小が並行する」というものだが、これは筆者にとってはアップサイドリスクであり、為替的には円安リスクである。

メインシナリオは、年内利上げは今回で終了、B/S 縮小計画は年明け以降に着手という想定が妥当ではないかと考える。引き続き米金利低下の下でドル相場全体が下落し、今後 1 年でドル/円相場は 100 円割れを臨む展開となることを予想したい。

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、确实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6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がりがない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
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?～
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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
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」が「価格」が「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～
	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25日	メインシナリオのリスク点検～燦る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
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～ベアンス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～ブレイナードからカシュカリへ～
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信心～)
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～「返済血」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、為替相場の動所～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?