

みずほマーケット・トピック(2017 年 7 月 27 日)

FOMC を終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～

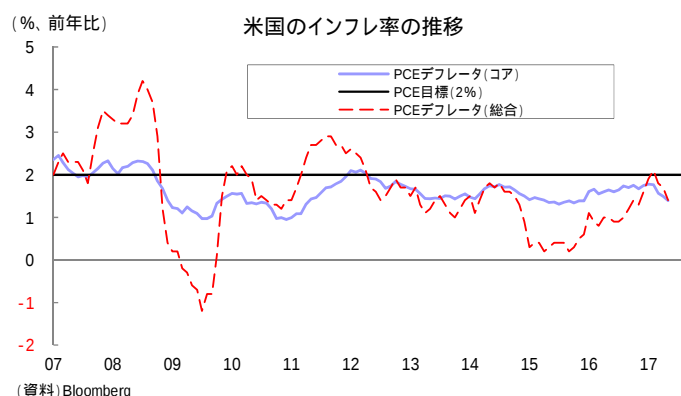
25～26 日の FOMC は金融政策の現状維持を決定。注目されたバランスシート(B/S)の縮小開始時期については前回の「this year(年内)」から「relatively soon(比較的早期)」へと変更が見られ、9 月会合で具体的日程を公表する方針が示唆された。現時点では「9 月決定、10 月着手」で意見集約が進んでいそうであり、実現すればかなりハイペースでの正常化となる。だが、為替市場ではドル全面安が進んでいる。B/S 縮小の早期化とイエレン再任の思惑が相俟って、市場の見方はどちらかと言えば利上げの封印を軸とした金利低下・ドル安に傾斜していそう。事実として、B/S 縮小の持つ引き締め効果が見極められない以上、そのペースは緩やかにならざるを得ず、その間に利上げも同時並行で行うのはかなり高難度と思われる。

～ 声明文を受けドル売り加速～

25～26 日にかけて開催された FOMC は金融政策の現状維持を決定。声明文では注目されたバランスシート(B/S)の縮小開始時期については前回の「this year(年内)」から「relatively soon(比較的早期)」へと変更が見られ、次回 9 月 19～20 日会合で具体的日程を公表する方針が示唆されている。現時点では「9 月決定、10 月着手」で意見集約が進んでいそうであり、実現すればかなりハイペースでの正常化と言える。しかし、為替市場ではドルインデックスが昨年 6 月 24 日以来の安値まで下落している。声明文における物価情勢への評価が下方修正されたことで B/S 縮小ペースは極めて緩やかなものにとどまり、利上げも当分はお預けになると予想し始めた向きが多いのではないか。B/S 縮小の 10 月着手は筆者の当初想定よりも大分早いものの、そのペースは極めて緩やかなものにとどまり(イエレン FRB 議長の言葉を借りれば「run quietly in the background」に進む)、利上げは来年まで見送られる公算が大きいと予想したい。

～ 変わらないフィリップス曲線への「信仰」～

声明文を項目別に見ると、総括判断自体は据え置き、雇用と家計消費は上方修正された一方、物価が下方修正されている。元より個人消費支出デフレーター(PCE)について総合、コア双方の弱さが懸念されていただけに、この変更がドル売りを誘ったと見て良いだろう。事実としてコア PCE デフレーターは年初 1 月の前年比 +1.8%から 5 月には同+1.4%まではっきりと減速しており(図)、これらのデータが判明する間に利上げを 2 回実施して、B/S 縮小方針まで概



ね確定させたのだから「物価の安定」という責務からはかなり無理をしているように思える。

だが、本欄でも繰り返し議論するように、現状のFRBはあくまでフィリップス曲線という「信仰」を前提に政策を運営している。具体的には失業率が自然失業率を割り込んで相応の期間が経過すれば非線形に物価が急騰するという警戒をもって「予防的な利上げ」を正当化しているのがFRBの現状である。ゆえに、声明文におけるインフレ期待の現状や物価の先行きについては前回声明文の表現が完全に踏襲されているのである。とどのつまり「減速は一時的」という姿勢は崩していない。

～B/S縮小は利上げよりも弱い引き締め～

元より無風が想定されていた今回のFOMCだが、為替市場は意外にも大きな反応を示している。過去2回の利上げに唯一の反対票を投じているカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は自身のエッセイの中で「B/S縮小のアナウンスそれ自体が利上げと同等の引き締め効果を持ち得るため、まずはその方針を打ち出した上で(利上げは棚上げにして)様子見すべき」という基本認識を示しているが、市場参加者の現状認識もそれと近いものがあるのかもしれない。「10月のB/S縮小は既定路線。しかし、物価の現状が芳しくない状況下、B/S縮小と利上げの併存は難しい」との思いが支配的になる中、ドル売りが先行しているのではないか。それは結局、B/Sの縮小方針それ自体が利上げの代替となるものの、将来の債券需給などが読みづらい中、そのペースは抑制を余儀なくされる」という想定もある。FF金利が確実に25bpずつ上がる利上げと異なり、「B/Sの縮小金額」と「金利の上昇幅」の関係ははっきりしていない。それだけにFRBは慎重にならざるを得ず、結果的には利上げと比較した場合よりも引き締め具合が弱いものになる可能性はある。

～イエレン続投観測の影響～

また、既に報じられているように、トランプ米大統領は25日のウォール・ストリート・ジャーナル紙に対するインタビューで初めてFRB議長の後任人事に関し、その選考過程に言及している。ここではコーン国家経済会議(NEC)委員長への交代およびイエレン議長の再任が示唆されており、年末までに確定する見通しが示されている。イエレン議長については「間違いなく候補者だ。ドル高回避にいい仕事をしてきた」、「金利が低く維持されるのを見たい。ずっと低金利を好む人物だった」と述べ、かなり率直に低金利とドル安を催促している。大統領の好みがこのようにはっきりと示された上でイエレン議長が続投なった場合、市場はまず米債買い、ドル売りで反応するのではないか。今年2月の議会証言からイエレン議長がにわかに正常化を急ぎだした背景には議長交代を視野に入れた花道的な動機もあったとの声は少なくなく、筆者もB/S縮小それ自体は「置き土産」のようなものだと考えてきた。続投ならば、そう焦る必要もなくなるだろう。B/S縮小の早期化とイエレン再任の思惑が相俟って、市場の見方はどちらかと言えば利上げの封印を軸とした金利低下・ドル安に傾斜してきているように見受けられる。

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7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラップトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(Faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
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	盛り上げられ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」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～
	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～燃る「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～ベシ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～内政の奇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(PSPF)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～