

みずほマーケット・トピック(2017年9月21日)

FOMC を終えて～短期は強気、長期は弱気の金利見通し～

19～20日に開催されたFOMCは10月以降、保有資産を段階的に縮小させる(再投資を停止する)方針を決定した。方針の決定やそのペース自体は予想通りではあった一方、注目された政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)には見るべきポイントがあった。具体的には年内利上げ見通しの維持および中立金利の低下であり、足許の金融市場では短期的な強気材料であるに反応しているものの、実際は長期的な弱気材料であるが重要と考えられる。今回、中立金利がはっきりと引き下げられたことで、ドットチャートにおいてもいよいよ「利上げの終点」が視野に入ってきている。「利上げの終点」である中立金利が下がる以上、イールドカーブはフラット化することになる。元より市場の想定する中立金利はより低い水準にあった可能性が高いが、今回の見通しを経て、FOMC自身が、イールドカーブのフラット化を追認したような格好になったことは重要と考えたい。円高・ドル安見通しを変える必要性は全く感じない。

～FOMC:短期は強気、長期は弱気～

19～20日に開催されたFOMCはFF金利誘導目標を1.00～1.25%で据え置いた一方、10月以降、米国債や住宅ローン担保証券(MBS)といった危機時に抱え込んだ大量の有価証券について段階的に縮小させる(再投資を停止する)方針を決定した。2015年12月に9年半ぶりの利上げに踏み切ったことに続き、正常化プロセスが新たな局面へ突入したことになる。注目された政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)は利上げに関し2017年に1回、2018年に3回のシナリオが維持された(表)。見通し自体は現状維持だが、年内利上げ見通しの維持は市場予想対比で明らかにタカ派であり、これが米金利とドルの上昇を促している。

とはいえ、短期的に見れば、「年内利上げ見通しの維持」が今回のFOMCの1つの見所であったことは間違いないものの、その一方で中立金利見通しが3.00%から2.75%に引き下げられたことの方が、長期的に見れば、さらに重要な見所の1つであった。つまり、目先の金利見通しは強気を維持した一方、「利上げの終点」である中立金利見通しは弱気に振れたのであり、このこと自体は長期金利の低迷を予感させるものと考えるべきだろう。ドル/円相場は騰勢を強めているものの、後述するように、筆者はドル安・円高見通しを変える必要性を全く感じていない。

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2017	2018	2019	2020	Longer run
Jun-14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	3.75%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Dec-14	3.625%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Mar-15	3.125%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Jun-15	2.875%	n.a.	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-15	2.625%	3.313%	n.a.	n.a.	3.50%
Dec-15	2.375%	3.250%	n.a.	n.a.	3.50%
Mar-16	1.875%	3.000%	n.a.	n.a.	3.25%
Jun-16	1.625%	2.375%	n.a.	n.a.	3.00%
Sep-16	1.125%	1.875%	2.625%	n.a.	2.90%
Dec-16	1.375%	2.125%	2.875%	n.a.	3.00%
Mar-17	1.375%	2.125%	3.000%	n.a.	3.00%
Jun-17	1.375%	2.125%	2.938%	n.a.	3.00%
Sep-17	1.375%	2.125%	2.688%	2.875%	2.75%

(資料)FRB

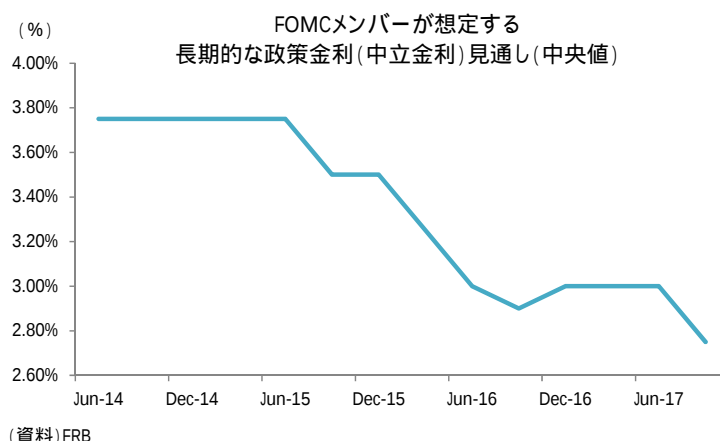
～B/S 縮小ペースについて～

保有資産の圧縮に伴うバランスシート(B/S)の縮小に関しては、10 月以降、3 か月ごとに「再投資停止額の上限」が引き上げられる建付けとなる。具体的には米国債については、当初の再投資停止額の上限を 60 億ドルに設定し、その後、月額 300 億ドルに達するまで、1 年をかけて 3 か月おきに 60 億ドルずつ増やす計画となっている。一方、MBS については、再投資停止額の上限を 40 億ドルから始め、月額 200 億ドルに達するまで 1 年をかけて 3 か月ごとに 40 億ドルずつ増やす計画となっている。つまり、将来的な減少ペースは最大で年間 6000 億ドル(「300 億ドル+200 億ドル」×12 か月)まで想定されることになる。市場ではこうした減少ペースは非常に緩やかとの評価が多いものの、そのインパクトは当然にしてその時の債券市場の需給環境に左右されるため、やってみなければ分からないという側面も小さくないと思われる。それだけに利上げとの併存は危ういと筆者は考えるが、今回の FOMC ではそうした懸念は少数派にとどまっている(先般の講演で見られたようにブレイナード FRB 理事などは利上げを停止した上での B/S 縮小を提唱している)。

～FOMC が追認するイールドカーブのフラット化～

B/S 縮小計画自体は想定されたものであり、そのペースも想定範囲内ではあった。だが、冒頭述べたように、ドットチャートに関しては強弱の論点が入り混じっており、議論含みであったと言える。まず、2018 年 3 回、2019 年 2 回という利上げ想定はまだしも、年内利上げについてあと 1 回という想定はハリケーンや物価低迷の影響が限定的と評価されていることの表れであった。実際、記者会見でもイエレン FRB 議長は「(物価が)今年目標を下回っているのは、年内に消える公算が大きい一時的な要因によるものだ」と述べており、「そのうち上がってくる」というスタンスは変えていない。また、ハリケーンが与える影響についても、「過去の経験上、中期的に見た国内経済の方向を変えるものではない」と声明文にも明記されている。全ての悪材料は一時的という整理である。

目先の材料を重視する金融市場では年内利上げ予想の修正に応じて金利・為替の水準調整を余儀なくされているが、中立金利がはっきりと引き下げられたことで、ドットチャートにおいてもいよいよ「利上げの終点」が視野に入ってきたことの方が遥かに重要と思われる(図)。前頁表に示すように、ドットチャート通りに利上げが進んだ場合、2019～20 年にかけては中立金利に到達する計算となる。



もちろん、その間に米経済が過熱し、歯止めの利かない物価の騰勢が生じていれば中立金利以上の利上げも正当化されるが、今の時点で現実的な想定とは言えまい。2015 年 12 月に始まった利上げはそろそろ役割を終え、名実共に B/S 縮小に正常化のバトンが移っていきそうである。

「利上げの終点」である中立金利が下がる以上、イールドカーブはフラット化することになる。元より市場の想定する中立金利はより低い水準にあった可能性が高いが、今回の見通しを経て、

FOMC 自身が、イールドカーブのフラット化を追認したような格好になったことは重要と考えるべきだろう。年初来、イールドカーブのフラット化がドル全面安の背景にあったと思えば、目先の正常化プロセスが進捗するからといってドルを買い進めるわけにはいかないのではないか。

～為替見通しの大勢に影響なし～

また、スタッフ経済見通しに関しては、実質 GDP 成長率が上方修正、失業率が上方修正、個人消費支出デフレーター (PCE) が下方修正となっている。端的には「景気は良くなるが物価は上がらない」という見通しがさらに強まった格好である。イエレン議長率いる FOMC

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、2017年9月時点

	2017	2018	2019	2020	長期見通し
実質GDP成長率 (6月時点)	2.2～2.5 (2.1～2.2)	2.0～2.3 (1.8～2.2)	1.7～2.1 (1.8～2.0)	1.6～2.0 n.a.	1.8～2.0 (1.8～2.0)
失業率 (6月時点)	4.2～4.3 (4.2～4.3)	4.0～4.2 (4.0～4.3)	3.9～4.4 (4.1～4.4)	4.0～4.5 n.a.	4.5～4.8 (4.5～4.8)
PCEインフレ率 (6月時点)	1.5～1.6 (1.6～1.7)	1.8～2.0 (1.8～2.0)	2.0 (2.0～2.1)	2.0～2.1 n.a.	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	1.5～1.6 (1.6～1.7)	1.8～2.0 (1.8～2.0)	2.0 (2.0～2.1)	2.0～2.1 n.a.	

(資料)FRB

は物価の低迷を一時的と評価しているものの、会見ではその理由に関し「謎だ」、「原因が何かを委員会がはっきりと理解しているとは私は言わない」などと述べ、自信なさげである。本欄では繰り返し議論しているように、もはやフィリップス曲線を前提とした物価先高観は信用できるものとは言えず、今後も低迷する物価を前提に金利は大して上がらず、ドル相場も軟調地合いを余儀なくされるというのが合理的な予想になってくるように思われる。

冒頭述べたように、今回の FOMC を受けて為替相場の見通しを変える必要は全く無いと考えている。現状から将来にわたっての金利・為替相場を見通す際、「そもそも年初来の米イールドカーブが何故ベアフラット化してきたのか」という基本に立ち返って考えてみるのが重要だと筆者は考える。年初から起きていることをラフに言えば、インフレが実績・期待共に盛り上がらない中で米債市場ではFRBの正常化プロセスに殆ど信認を抱かず、むしろ猜疑心の方が強まる状況が続いてきた。ピークから半値押しとなっているドルインデックスはそうした米債市場に沿って動いてきただけだろう。「物価上昇に応じた金融政策の引き締め」という原理原則を脇に置いて正常化に邁進している以上、金利や通貨の上昇には限界があるはずである。

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9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再、検証も視野に～」
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	ケレー理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場との基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーバリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
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？～
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～花道の正常化は続く模様～
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	円相場との基礎的需給環境～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～ドラギ総裁はしくじった模様～)
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	ブラット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ンプトレード～
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	盛り上がら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	相次いで弱気化する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	円相場との基礎的需給環境～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～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～「絶対に負けない戦い」へ～