

みずほマーケット・トピック(2017年12月14日)

FOMC を受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～

12～13日のFOMCは6か月ぶりの利上げを決定。声明文やメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)に大きな変化はなかった。イエレンFRB議長は足許の物価低迷の理由を特定できない(不明)と述べているが、それにもかかわらず「一時的」だと強弁している。しかし、今年1年を通じてずっとこの調子だったことを忘れてはならない。こうした「理由は分からないが、物価はいずれ上がってくる。だから今のうちに利上げする」というアプローチは「利上げしたいから利上げするのだ」という乱暴な議論にもなりかねない。反対票が2名に増えたことは不安の表れだろう。注目された中立金利は2.75%で低位安定。パウエル新議長はイエレン議長にレールを引いて貰った格好であり、政策運営の難易度は先代の2人よりも低くなるようにも思われる。だが、考えによってはパウエル議長には何も新しい政策修正は期待されておらず、ただひたすら、そのレールに乗って「正常化プロセスの終わり」に到着するのを待つだけという状況でもある。

～利上げ反対は2名に～

12～13日にかけて開催されたFOMCは6か月ぶりの利上げを決定し、FF金利誘導目標は年1.00～1.25%から1.25～1.50%に引き上げられた。声明文は前回から大きく変わっていないものの、物価評価に弱さが見られるなどの変化はあった。スタッフによる

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、2017年12月時点

	2017	2018	2019	2020	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	2.4～2.5 (2.2～2.5)	2.2～2.6 (2.0～2.3)	1.9～2.3 (1.7～2.1)	1.7～2.0 (1.6～2.0)	1.8～1.9 (1.8～2.0)
失業率 (9月時点)	4.1 (4.2～4.3)	3.7～4.0 (4.0～4.2)	3.6～4.0 (3.9～4.4)	3.6～4.2 (4.0～4.5)	4.4～4.7 (4.5～4.8)
PCEインフレ率 (9月時点)	1.6～1.7 (1.5～1.6)	1.7～1.9 (1.8～2.0)	2.0 (2.0)	2.0～2.1 (2.0～2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	1.5 (1.5～1.6)	1.7～1.9 (1.8～2.0)	2.0 (2.0)	2.0～2.1 (2.0～2.1)	

経済見通し(SEP: Summary of (資料)FRB

Economic Projections、表)では予測期間を通じて成長率や失業率が上方修正されている一方、物価見通しに関しては概ね横這いとなっている。注目されたメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)では2018年に関し年3回、2019年に関し年2～3回との見通しが維持されている。なお、利上げについてはカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁に加えて、エバンズ・シカゴ連銀総裁も反対に回っている。本欄では繰り返し論じている点だが、物価低迷下での引き締めについて徐々に警戒感ないし不安感が高まっているのではないかと。

為替相場ではドル売りが進み、対ユーロで1.1840台、対円で112.40円台をつける動きが見られている。声明文やイエレンFRB議長の会見で物価に対する弱い見方が示されたこと、会合前に公表された米11月消費者物価指数(CPI)が総合・コア共に予想を下回ったことなどが嫌気されている。利上げの背景にあるロジックが曖昧な現状が続く限り、FRB利上げとドル買いの間に正の相関が見出せないという状況は今後も続くだろう。

～1年続いた乱暴な議論～

声明文は基本的に 11 月分から踏襲されているが、懸案の物価に関し「On a 12-month basis, both overall inflation and inflation for items other than food and energy have declined this year and are running below 2 percent (12 か月間で見れば、インフレ率は総合および食料・エネルギー除くベースで今年は低下しており、2%を下回り続けている)」と記述されている。前回はコアベースに関し、「軟調(soft)」とされていた評価が、はっきりと「低下した(declined)」と修正されていることは弱めと受け止めるべきだろう。イエレン議長は足許の物価低迷の理由を特定できない(不明)と述べているが、それにもかかわらず「一時的」だと強弁している。

しかし、今年 1 年を通じてずっとこの調子だったことを忘れてはならない。こうした「理由は分からないが、物価はいずれ上がってくる。だから今のうちに利上げする」という一見、フォワードルッキングなアプローチは「利上げしたいから利上げするのだ」という乱暴な議論にもなりかねない。本欄ではこうした引き締め路線に不安を抱き続けているが、反対票が 1 名から 2 名に増えたこと自体、この不安が徐々にではあるが広がっていることの証左だろう。利上げが 4 回に及び、バランスシート(B/S)縮小も始まっていることを踏まえれば、引き締め効果に不安を覚え始めるのは当然である。

～中立金利超えが視野に～

SEP におけるドットチャートも基本的には 9 月の内容を踏襲している。注目された利上げ見通しの中央値は 2018 年末が 2.125%で年 3 回、2019 年末が 2.688%で年 2 回とされた。また、9 月にその低下が目目を集めた長期的な政策金利見通し(中立金利)は 2.75%で据え置きとなり、引き続き低位だった。変化に乏しい中、今回最も目を引いたのは 2020 年末の見通しが 3.1%と設定されたことだろう。「利上げの終点」と目された中立金利をはっきりと超える見通しが示されたのは

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%
Dec-17	1.375%	2.125%	2.688%	3.063%	2.75%

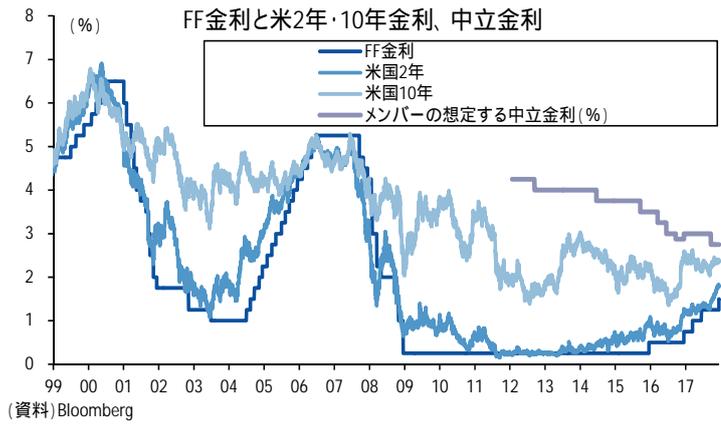
(資料)FRB

これが初めてである。多くのメンバーは 2.75%に到達した後も、利上げを支持しているということになる。厳密に言えば、政策金利が中立金利未満の現状は「緩和的な金融状態」だが、中立金利以上となってくればそれは「引き締めの金融状態」である。まだ 3 年先の話だが、明確な金融引き締めまで視野に入れるメンバーが多いのだとすれば、金利・為替見通しを検討する上で重要な話である。2018 年の FRB ウォッチにおいて重要な論点の 1 つとなってくるのではないか。

～パウエル次期議長が行きつく「レールの終点」～

本欄では繰り返し議論している通り、現状の局面が崩れ始めるとしたら大きな調整なく高みを目指している株価の反落からではないかと思われる。そのきっかけが米朝関係の緊迫化なのか、ロシアゲート疑惑なのか、欧州における政治情勢(イタリア総選挙やブレグジット交渉など)なのかは定か

ではない。だが、連続的な利上げの結果として株価が調整するのはごく当然であり、あとはいつ崩れるかという議論である。フラット化する米国のイールドカーブはその未来を予見するものだろう。2018年にあと3回利上げした後、10年金利と2年金利が並んでも不思議ではないという印象はある(図)。その際に株式市場は平静を保てるのだろうか。



パウエル次期 FRB 議長は量的緩和の縮小、利上げ着手、B/S 縮小という「難しい宿題」を全部イエレン議長にやって貰ったことで、当面は意思決定をドットチャートに近づけるだけという体制になりそうである。この点、イエレン議長にルールを引いて貰った格好であり、政策運営の難易度は先代の 2 人(バーナンキ、イエレン)よりも低くなるようにも思われる。だが、考えようによってはパウエル議長には何も新しい政策修正は期待されておらず、ひたすら、そのルールに乗って「正常化プロセスの終わり」に到着するのを待つだけという状況とも言える。「将来の不況に備えた糊代を作るために、上がらない物価を横目に株価を潰す」という状況を、新議長としてどこまで許容するのか。派手な論点こそないものの、先代の 2 人と比べても勝るとも劣らない胆力がパウエル議長には求められることになるだろう。

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12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベアスマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビョウな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのよう正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長、が有力」～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
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	クーレ理事発言の真意～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	タカ派の姿勢が強まる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～テーパ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？