

みずほマーケット・トピック(2018 年 2 月 1 日)

FOMC を受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～

30～31 日に開催された FOMC は「イエレン後のさらなる利上げ」を保証するかのようなフレーズが挿入され、これを受けたドル相場も持ち直している。とはいえ、パウエル次期議長を待ち受けるのは「茨の道」だろう。もはや正常化プロセスを進める上での「宿題」は殆ど残されていない。パウエル議長にとっての「宿題」は「正常化プロセスの撤回を如何に軟着陸させるか」であり、それは「座して死を待つ」かのような状況。フラット化する米イールドカーブはこの状況を予見した結果だろう。また、ドル相場が 10 年金利や 2 年金利ではなく、「10 年-2 年金利差」にしっかり連動してきたことの意味は単純に「米経済の先行きが不安なのでドルは買えない」という取引が淡々と進んできたということではないのか。市場に出回っている円安見通しはすべからず「米利上げ→米金利上昇→日米金利差拡大→円売り・ドル買い加速」という前提に立っていることを忘れてはならない。昨今の金利・為替環境を踏まえる限り、そのような前提はかなり非現実的であり、それゆえに円高見通しを堅持していくことが適当と筆者は考えている。

～「座して死を待つ」かのようなパウエル新体制～

30～31 日に開催された FOMC は FF 金利誘導目標を 1.25～1.50% で据え置くことを全会一致で決定した。概ね無風と言える会合ではあったが、声明文における景気・物価判断および利上げ見通しが上方修正されており、市場では年 3 回ではなく年 4 回との利上げ見通しも出始めている。筆者は行き過ぎた資産価格の騰勢や金利上昇への不安台頭を踏まえると、むしろ利上げは 1～2 回と考えるが、会合後の市場はタカ派に傾斜しており、ドル相場が持ち直す中、ドル/円相場も一時 109.45 円まで上昇している。なお、今回は 2 月 3 日に任期満了となるイエレン FRB 議長にとっては最後の会合となり、次回 3 月会合からはパウエル新体制での運営となる。しかし、今回の声明文で示された基本認識が大きく変わらないのだとすれば、3 月利上げは既定路線だろう。後述するように、声明文には「イエレン後の利上げ」を保証するかのようなフレーズも挿入されている。

とはいえ、パウエル次期議長を待ち受けるのは「茨の道」である。パウエル議長には正常化プロセスを進める上での「宿題」が殆ど残されていない。難しいところは全て前任 2 人(バーナンキ、イエレン)が済ましてしまった上でのバトンタッチとなる。パウエル議長にとっての「宿題」は恐らく「正常化プロセスの撤回を如何に軟着陸させるか」であり、それは「座して死を待つ」かのような状況である。フラット化する米イールドカーブはこの状況を予見した結果ではないだろうか。

～声明文は総じて上方修正だが～

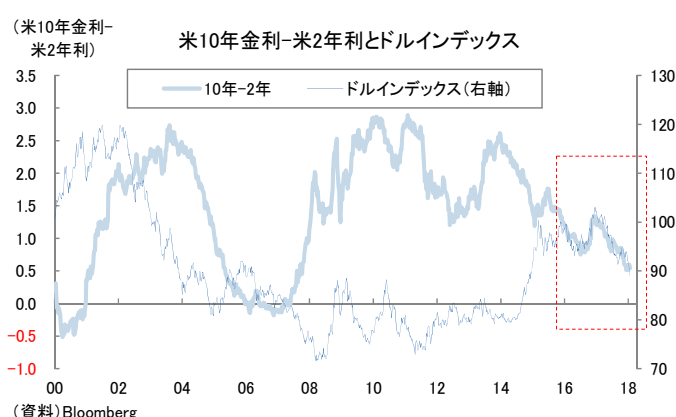
声明文では景気全般に関し「堅調なペースで成長している (has been rising at a solid rate)」との評価が据え置かれたものの、需要項目別に見れば雇用、家計消費、設備投資に関する評価が上方修正されている。また、物価に関しては実勢が現状維持、インフレ期待が上方修正されている。

確かに前回会合(12月13日)時点の10年物ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)は2%を割り込んでいたが、会合後から急伸しており、本日時点で2.10%を突破している。また、経済・物価見通しの部分でも「当面は2%を下回る」と評価されていたインフレ率の前年比が「今年は上昇する」とはっきり上方修正されている。

上方修正が相次ぐ中、今回特に注目されたのは金利ガイダンスの評価であり、「The Committee expects that economic conditions will evolve in a manner that will warrant further gradual increases in the federal funds rate」とされ、「さらなる(further)」漸次的な利上げが正当化されると強調された。この部分が年3回から4回へ見通しが引き上げられる原因になっており、ドル/円相場の若干の持ち直しにも繋がっている模様である。

～長短金利差に反応するドル相場の意味～

とはいえ、FRBがいくらタカ派に傾斜しても、為替相場見通しを策定する立場からは米金利とドル相場が逆相関とも言える状況になっていることを考慮せざるを得ない。昨年来、繰り返し論じているように、フラット化するイールドカーブは正常化プロセスへの不信を表明しており、だからこそドルは買われるのではなく売られてきたのだと考えられる。ドル相場が10年金利や2年金利ではなく、「10年-2年



金利差」に連動してきたことの意味は単純に「米経済の先行きが不安なのでドルは買えない」という取引が淡々と進んできたということではないのか。結局、今回の正常化プロセスが賃金や物価などの騰勢を受けて始まったものではなく、あくまでFRBによる「糊代作り」という動機が疑われる以上、短期金利こそ引き締めに応じて上がることもあろうが、長期金利が追随することは難しいのである。

本来、「あるべき正常化の姿」とは「強い経済・金融指標を受けて市場が利上げを織り込み始め、それがFRBの思惑とも一致する」という状態のはずだが、今回はFRBの希望が前面に出ており、市場の納得感が乏しいまま利上げやバランスシート(B/S)縮小が進んでいる。これではカーブのフラット化傾向は止まらないだろう。いずれにせよ年初から市場に出回っている円安見通しはすべからく「米利上げ→米金利上昇→日米金利差拡大→円売り・ドル買い加速」という前提に立っていることを忘れてはならない。昨今の金利・為替環境を踏まえる限り、そのような前提はかなり非現実的であり、それゆえに円高見通しを堅持していくことが適当と筆者は考えている。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株値急騰」～
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが広がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルスター・バリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株値vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
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」～
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・バリングが改めて示唆するベー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(欧米中銀の会合議事要旨について～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～最もビュアな片岡委員～
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)～APP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