

みずほマーケット・トピック(2018年2月22日)

FOMC 議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～

FOMC 議事要旨(1月30～31日開催分)が公表されており、これをタカ派方向に受け止める向きが多かったことから米長期金利が2.95%を突破し、ドル相場もこれに連れて上がっている。1月声明文に追加され注目されたフレーズ「further gradual increases」は多くの参加者の景気認識改善を受けたものであり、これを真に受けるのであれば3月FOMCと共に公表される金利見通し(ドットチャート)や中立金利は上方修正が必至。とはいえ、当該会合がイエレン体制下で行われたものであることや2月の株式市場クラッシュを経験する前のものであることから、内容を額面通り受け止めるには慎重さも必要。パウエル新議長は資産価格の調整を眼前にしながらも、淡々と前任の正常化路線を継続できるかどうかという胆力が試される。筆者は株高が資産効果を通じて個人消費ひいては米経済全体を支えていた事実を踏まえれば、正常化プロセスの持続可能性は確実に小さいものになっていると考える。

～混沌としてきた為替・金利・株価の相互関係～

昨日はFOMC議事要旨(1月30～31日開催分)が公表されており、これをタカ派方向に受け止める向きが多かったことから米長期金利が2.95%を突破し、ドル相場もこれに連れて上がっている。しかし、金利上昇を嫌気する格好で株を手放す動きが再び加速しており、ダウは前日比▲166ドルとまとまった幅で下落した。このところ、為替・金利・株価の相互関係が混沌としており、先行きを読む上では非常に難しい地合いということを感じる。筆者の基本認識は「FRBの正常化継続は金利上昇を通じて実体経済ひいては株価を圧迫し、いずれFRBもハト派に傾斜してこざるを得ない」というものである。こうした現状認識の下での為替見通しはドル全面安であり、円相場もその影響を免れないと考える。既にユーロ買いのポジションは飽和状態に達しているのだとすれば、ドル売りの「受け皿」としてやはり円が候補に挙がってきやすい状況と考えたい。

～「さらなる(further)」の背後にあった議論～

当該会合の声明文は金利ガイダンスの評価に関し、「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とが話題となった。この部分を受けて利上げ見通しを年3回から4回へ引き上げる向きも出始めたことは比較的記憶に新しいだろう。なお、それ以外の部分でも、雇用、家計消費、設備投資などに関する評価が上方修正され、物価に関してもインフレ期待が上方修正されるなど全体的にタカ派色の強い会合だった。公表された議事要旨は声明文から得られたこうした印象と平仄が合うものであった。

参加者が抱く経済の現状と展望の部分において「Participants agreed that a gradual approach to raising the target range for the federal funds rate remained appropriate」と記述されているよう

に、基本的な利上げ路線自体は不変であることで意見集約が進んでいる。もちろん、参加者の抱く景気認識には濃淡があり、例えば「多くの参加者 (A number of participants)」は国内外の経済の強さや緩和的な金融環境、そして最近制定された税改正の影響 (短期的には過去に想定されていたよりも大きい可能性) を踏まえ、12月時点から経済見通しを引き上げることを示唆したと記述されている。また、「数名の参加者 (Several others)」が短期的な見通しに関するアップサイドリスクが増大したと述べたことや、「大多数の参加者 (A majority of participants)」が強めの経済見通しによって「さらなる漸次的な金融引き締め (further gradual policy firming)」が適切になっているとの考えを示したことも記述されている。以上のような議論の結果が考慮された結果、参加者が抱くFF金利動向への期待を「further gradual increases」と表現し、更新することで合意したと明記されている。

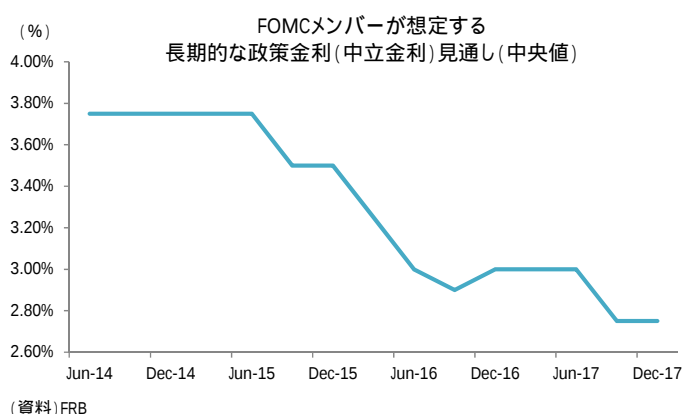
こうした中、物価が目標に届かない「かなりのリスク (an appreciable risk)」を見るべきだという声も「何人かの参加者 (some participants)」から出ており、経済活動や雇用の強さが賃金・物価を押し上げるだけの「確固たる証拠 (solid evidence)」に乏しいという見方もあるにはある。事実として消費者物価指数 (CPI) も個人消費支出 (PCE) デフレーターもコアベースでは加速していないし、市場ベースのインフレ期待 (BEI) も穏当な動きが続いているので、こうした意見は傾聴に値すると筆者は考えるが、現在のFOMCにおいて影響力を持つのは難しそうな状況と見受けられる。

～ 試されるパウエル新議長の胆力 ～

「多くの参加者」が12月時点からの見通し引き上げを示唆している以上、3月20～21日に提示される金利見通し (ドットチャート) や中立金利見通しは引き上げられる可能性が高い。12月時点では税制改革がまとまっていなかったことを踏まえれば当然と言えば当然ではある。また、上述の議論の流れでも「何人かの参加者」が「FF金利の中立水準 (the neutral level of the federal funds rate)」に言及しており、非常

に低い実情は変わらないとしながらも水準は徐々に上がっていくという期待が示されている。これらは中立金利の上昇を示唆しているのだろう。なお、「further gradual increases」を真に受けるならばドットチャートが上方修正されても不思議ではない。とはいえ、中立金利が現在の2.75%が一足飛びに3.50%や3.75%を視野に捉えるという可能性も考えにくく、そうであれば米長期金利のこれ以上のジャンプアップを正当化するものではないだろう。既に長期金利が3%近傍に到達し、上げきれていないことを踏まえれば、中立金利も3.00%程度への上方修正が腹落ちする (過去3年でも上方修正は10bps程度のものが2016年12月にあっただけである、図)。

とはいえ、当該会合がイエレン体制下で行われたものであることや2月の株式市場クラッシュを経験する前のものであることから、内容を額面通り受け止めるかどうかは慎重さも必要である。今回の議事要旨では「数名の参加者」から「高止まりした資産価格と非金融法人による負債増加を踏まえれば、金融市場における不均衡が浮上し始めている」という記述があった。2月の相場変動を経て



この「不均衡」に対する評価がどのように変わったのかは興味深いが、恐らくはこれで十分という話にはなっていない。むしろ、この1月FOMC会合の2日後から株式市場の大幅下落が始まっており、漸次的であれ金利上昇は株の売り材料として整理された印象が強い。パウエル新議長は資産価格の調整を眼前にしながらも、淡々と前任の正常化路線を継続できるかどうかという胆力が試されることになる。筆者は株高が資産効果を通じて個人消費ひいては米経済全体を支えていた事実を踏まえれば、正常化プロセスの持続可能性は確実に小さいものになっていると考えている。

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、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。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2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか?～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茶の道」～
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価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
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拡がるユーロ相場～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～株価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
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
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」を触るかのような正常化～
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)