みずほマーケット・トピック（2018 年 6 月 11 日）

FOMC プレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～

6 月 12～13 日の FOMC に関しては、FF 金利誘導目標の「1.50%～1.75%」から「1.75%～2.00%」への引き上げは既定路線。注目は政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）の仕上がりと声明文の文言修正の有無の 2 点に。前者に関しては一部メンバーの動きで中央値が引き上げられる可能性はあるものの、大きな変化を想定するものではない。一方、後者に関しては早ければ今回にも金融政策スタンスが「緩和的（accommodative）」から「引き締め」へ修正される可能性。目下、「中立金利との距離感」が FOMC の最大テーマと見受けられ、最近頻繁に取り上げられる「対称的（symmetric）な物価目標」の論点と合わせ見れば、「ここからの利上げを急ぐ必要はない」という含意が得られる。6 月をもって米国経済の拡大局面は 108 か月目に入った。史上最長となる 120 か月までちょうどあと 1 年。為政者もエコノミストもディーラーも投資家も、金利上昇のデメリットを検討する局面に突入しつつあるというのが筆者の基本認識である。

～6 月、最重要週へ～

今週は日米欧の三極で金融政策決定会合が開催される上、米朝首脳会談まで重なり、間違いなく 6 月中で最も重要な週となりそうである。6 月 12～13 日には FOMC が、14 日には ECB 政策理事会が、14～15 日には日銀金融政策決定会合が開催され、この間隙を縫うように 12 日に米朝首脳会談が開催される。最注目は当然、米朝首脳会談となるが、11 日、朝鮮中央通信は「北朝鮮と米国の新たな関係」が会談のテーマになるとしており、具体的な落としどころまではまだ読めない。また、先週来、要人発言が話題となっている ECB 政策理事会については既に先週プレビューした通りであるため、本日は FOMC に関し、論点整理をかねてプレビューしておきたい。

～声明文変更に注目～

今会合における FF 金利誘導目標の「1.50%～1.75%」から「1.75%～2.00%」への引き上げは既定路線であり、先物市場にも完全に織り込まれている。利上げそれ自体が相場に与えるインパクトはごく小さいものだろう。注目は政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）の仕上がりと声明文の文言修正の有無の 2 点となる。どちらかと言えば、後者が重要だろう。

前者に関しては市場の材料となることは間違いないだろうが、大きな変化は期待できない。現状、FRB の政策運営では「対称的（symmetric）な物価目標」が殊更強調されている。ここで言う「対称的」の意味は「2%からの距離という意味ではこれまで見てきた 1.5%も 2.5%も同じなのだから、暫くは 2%を超える動きを待った方が安全」というものであり、利上げペースを加速させるつもりはないという意図が透けて見える。5 月 23 日に公表された 5 月 1～2 日の議事要旨でも「it was premature to conclude that inflation would remain at levels around 2 percent, especially after several years in which inflation had persistently run below the Committee's 2 percent objective」と述べられており、

むしろ拙速な引き締めへの警戒感を隠していない。このことから、ドットチャートが示唆する重要な論点、具体的には「今年および来年の利上げ回数」そして「中立金利見通し」には大きな変更はないであろう。事実、個人消費支出(PCE)デフレーターはようやく 2%にタッチしたところであり、これだけをもって漸次的な利上げスタンスを修正するにはやはり及ばないと考えられる。

敢えて注意点を挙げるとすれば、中央値は若干変わる可能性がある。3 月時点では予想中央値に関し、2018 年末が 2.125%、2019 年末が 2.875%、2020 年末が 3.375%とされており、中立金利(Longer run)は 2.875%に設定された。その結果、利上げ回数は 2018 年と 2019 年が 3 回、2020 年が 2 回というのが現状の市場想定となっている。だが仮に、2018 年末に関し、2.125%を予想するメンバー6 名のうち 1 名でも 2.375%の予想へ乗り換えれば、予想中央値が 2.125%から 2.375%へずれることになり、2018 年の利上げ想定は従来の 3 回から 4 回に上方修正されることになる。中立金利の想定についても現在、2.75%を予想するメンバー4 名のうち、1 名でも 3.00%の予想に乗り換えれば、予想中央値が 2.875%から 3.00%へ上振れることになる。この点を捉えて、市場がタカ派的なプライスアクションに興じる可能性は念頭に置いておきたい。

～声明文の修正は 6 月にも～

問題は後者である。5 月会合の議事要旨では 2～3 名(a few)のメンバーが FF 金利の中立水準(the neutral level)についてドットチャートで示される長期推計(their estimates of its longer-run level)よりも低い可能性を示唆している。その上で何名かのメンバーは声明文におけるフォワードガイダンス文言である「the "federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run"」を改定(revise)するか、「"the stance of monetary policy remains accommodative."」を修正(modify)するかという可能性に言及している。

仮に、この 2～3 名のメンバーが想定するように現実の中立金利がドットチャートで想定される長期推計よりも低いのだとすれば、現在市場で織り込まれているよりも早いタイミングで政策スタンスが「緩和的(accommodative)」から「引き締め」へシフトすることが予想される。議事要旨を見る限り、こうした政策スタンスの評価変更に関し強い反対はなさそうに見受けられ、早ければ今回にも政策スタンスが公式に変更される可能性があろう。先ほどの symmetric の議論と合わせ見れば、「ここからの利上げを急ぐ必要はない」という含意が得られるだろう。

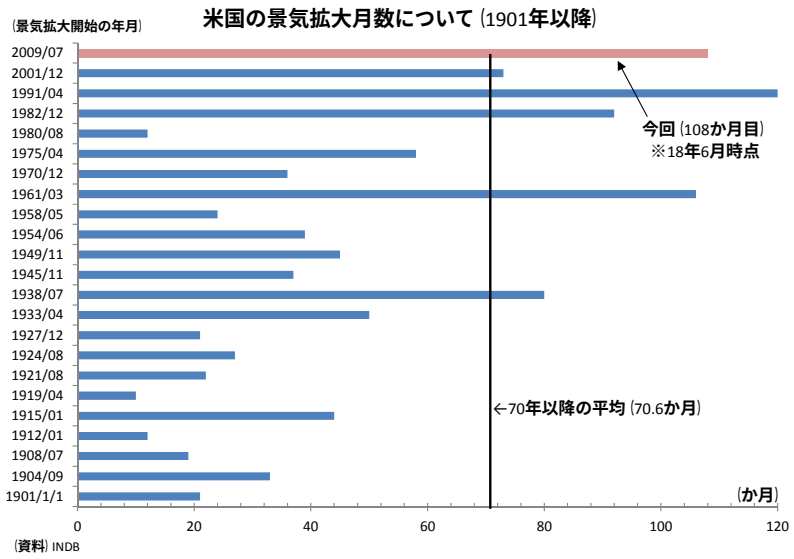
～「中立金利との距離感」がテーマ～

確かに、過去 1 か月程度を振り返ってみると、FRB 高官による中立金利に関する言動は目立っており、目下、「中立金利との距離感」が FOMC の最大テーマであることが窺い知れる。例えば 5 月 11 日には、ブラード・セントルイス連銀総裁が現在の FF 金利水準に関し、既に中立金利に迫っているとの見方を示し、追加利上げに慎重な姿勢を見せている。続いて、5 月 25 日にはカプラン・ダラス連銀総裁が緩やかな利上げの必要性については理解しているが「中立金利に達した際はどうすればよいのか、自分自身にはまだ分からない」と述べている。その上で中立金利到達後には「イールドカーブの形を含め、多くの意味でわれわれは難しい討議に直面する」との論点に言及している。なお、カプラン総裁がそのように述べた会合と同じ場(ダラス連銀における会議)においてボスティック・アトランタ連銀総裁からは「われわれがいつでも正確に水準を認識でき、これで(利上げを)

止めるべきと言えるという人々の幻想に不安を覚えることがある。しかし、それが事実とは思えない」との発言が見られており、中立金利を特定することの難しさを認めた上で、拙速な利上げ停止の危うさを示唆するというややタカ派な姿勢を見せている。ボスティック総裁に関しては「(中立金利)近辺に達したときにようやく、(利上げが)行き過ぎたのか、十分でなかったのかを知る手掛かりを得るため、市場で起きていることを認識することになる」と述べており、中立金利を知ることが出来るという前提自体に疑義を投げかけている。そのほか、6 月 1 日には次期 NY 連銀総裁のウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が中立金利の水準を 2.5%付近だと言及した上で、今後の利上げは経済・金融情勢に対して引き締め的な効果をもたらすとの見解を示している。なお、ウィリアムズ総裁は現在、やはり現在「緩和的」とされている金融政策スタンスに関する声明文の表現を削除すべきだとはっきり述べている(その時期については言及せず)。

～過去最長まであと 1 年～

これらの要人発言を繋ぎ合わせて見えてくる事実は「中立金利の本当の水準は分かりかねるが、そろそろ到達している疑いは強く、それゆえに金融状況は引き締まりつつある」ということだろう。こうした認識が委員会の大勢だとするならば、声明文において「緩和的」を名乗ることが危ういという方向で意見集約が行われていても不思議ではない。なお、6 月をもって米国経済の拡大局面は 108 か月目に入った。史上最長となる 120 か月までちょうどあと 1 年である。このタイミングで政策金利の正常化終了と引き締め局面への転換が議論されているのは偶然ではないだろう。バーナンキショック(2013 年 5 月)から数えて足掛け 5 年に亘る金融引き締めの結果、景気拡大もいよいよ成熟化しており、為政者もエコノミストもディーラーも投資家も、金利上昇のデメリットを検討する局面に突入しつつあるというのが筆者の基本認識である。かかる状況下、米金利の上昇は既にピークアウトしており、今後のドル相場に関しても下落を予想したいところである。この流れに乗じ円相場は騰勢を免れない通貨になると考えたい。



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に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6月8日	週末版（外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～）
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版（イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～）
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年4月分）
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版（続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～）
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～）
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年3月分）
2018年4月20日	週末版（日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～）
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版（ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～）
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版（保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～）
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状（17年12月末）～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版（日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～）
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版（FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～）
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年2月分）
2018年3月16日	週末版（実質実効為替相場で見る各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～）
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版（ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～）
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版（四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～）
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
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～
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（本当にブ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「茨の道」～
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	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？