みずほマーケット・トピック（2018 年 6 月 14 日）

FOMC を終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～

FOMC は FF 金利の誘導目標を 25bps 引き上げ 1.75～2.00%とすることを全会一致で決定した。いよいよ 2%台の政策金利である。声明文の修正を通じて、現行の政策金利が長期的な金利水準（ 中立金利）に接近していることが公式に認められており、政策運営はいよいよ「引き締め」モードの様相。FRB の政策運営にまつわる主要論点はいよいよ「中立金利の距離感」に集約されつつある。今後は「引き締めし過ぎかもしれない」という「後ろめたさ」を胸に抱きながらの運営になるだろう。ドットチャート中央値の上方修正は 1 名のメンバーが強気化しただけであり、大騒ぎする必要は無い。中立金利想定が大して変わっていない中で現実の政策金利が引き上げられている以上、終点は近いという認識が強まるだけ。現に賃金の騰勢は強まっておらず、インフレ期待も頭打ちである。経験則が示す通り、10 年金利は中立金利に到達しているのでピークアウト、あとは 2 年金利がこれに追いつき、追い越すのを待つだけ（つまり逆イールド待ち）という状況。かかる状況下での円安予想は難しいというのが本欄の変わらぬ基本認識。

～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～

12～13 日に開催された FOMC は FF 金利の誘導目標を 25bps 引き上げ 1.75～2.00%とすることを全会一致で決定した。いよいよ 2%台の政策金利である。また、メンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）の中央値が示唆する年内の利上げ回数は従前の 1 回から 2 回へ引き上げられている（但し、後述するようにこれ自体は大騒ぎする話ではない）。声明文自体も全体的に短めの仕上がりになっており、現行の政策運営に対する自信を窺わせる。削除観測もあった現状の政策スタンスに対する「accommodative（緩和的）」との文言は温存されたが、「the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run」とのガイダンス文言が丸々削除された。これにより現行の政策金利が長期的な金利水準（ 中立金利）に接近していることが公式に認められたことになり、政策運営は「引き締め」モードに入ったと言える。

本欄プレビューでも議論した通り、FRB の政策運営にまつわる主要論点はいよいよ「中立金利の距離感」に集約されつつある。正常化プロセスを抜けて今後は「引き締めし過ぎかもしれない」という「後ろめたさ」を胸に抱きながらの運営となるが、今回の決定を受けて株式市場が下落で反応していることを FRB はどのように受け止めているだろうか。パウエル FRB 議長は前体制の路線を受け継ぎ、株価下落でも正常化プロセスを止める意思は無いという姿勢を鮮明にしているが、そうは言っても今の米家計部門の好調な消費・投資意欲は株高をベースにした資産効果が相当寄与している。賃金の伸びが穏当にもかかわらず、貯蓄率が大きく下がっているのは不労所得が作用している部分が大きいと読むのが自然だろう。低金利・株高・家計消費（実体経済）は一蓮托生なのであり、利上げが資産価格の調整を激しいものにしていくのであれば、やはり現行路線は頓挫せざるを得まい。筆者は年内にそうした展開になることを警戒している。昨日の為替市場では政策決定を受け

て一時 110.85 円まで急騰したものの、その後は米国による対中制裁関税報道が嫌気されており、本日の東京時間は 110 円台前半で推移している。

～中央値上振れは大事（おおごと）ではない～

注目されたドットチャートを整理すると、メンバー予想の中央値は 2018 年末に関し、前回の 2.125%から 2.375%へ上昇している。これにより示唆される年内利上げ回数は 1 回から 2 回へと上振れたことになる。同様に 2019 年末に関しては、前回の 2.875%から3.125%へ上昇している。これにより示唆される 2019 年中の利上げ回数は 1 回から 2 回へと上振れた（右表）。とはいえ、本欄のプレビューでも指摘したように、元々中央値は「2018 年は 3 回利上げ」派だったメンバーが 1 人でも 4 回利上げ派に転じれば、上振れるような状況にあったので、中央値の上方修正を捉えて FRB のタカ派化を取り沙汰することには慎重でありたい。ちなみに 2020 年末に関しては 3.375%で据え置き（2020 年中の利上げ回数は 1 回）、注目される中立金利と見なされる長期（Longer run）見通しは 2.875%で据え置きだった。つまり、今回のドットチャートから「2019 年中にも政策金利は中立金利を突破する」という想定に変わっており、これが上述のガイダンス文言削除と平仄が合う事実となる。2019 年に中立金利を突破するにもかかわらず 2020 年も利上げを続けるという姿勢からは、やはり物価や資産価格のオーバーシュートを懸念している様が見て取れる。

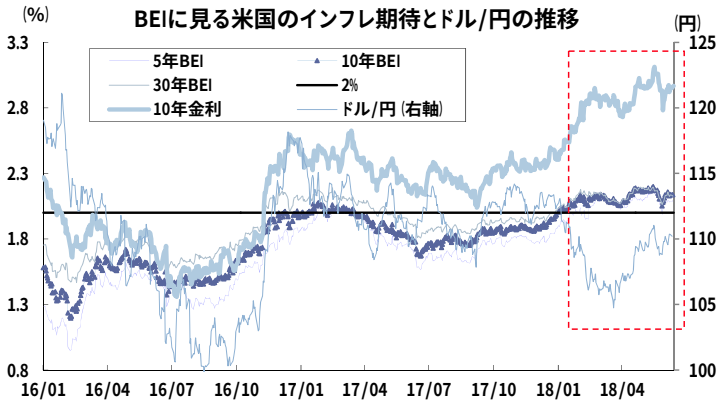
各年末の政策金利見通し（予想中央値）

FOMC Date	2018	2019	2020	Longer run
Sep-15	3.313%	n.a.	n.a.	3.500%
Dec-15	3.250%	n.a.	n.a.	3.500%
Mar-16	3.000%	n.a.	n.a.	3.250%
Jun-16	2.375%	n.a.	n.a.	3.000%
Sep-16	1.875%	2.625%	n.a.	2.875%
Dec-16	2.125%	2.875%	n.a.	3.000%
Mar-17	2.125%	3.000%	n.a.	3.000%
Jun-17	2.125%	2.938%	n.a.	3.000%
Sep-17	2.125%	2.688%	2.875%	2.750%
Dec-17	2.125%	2.688%	3.063%	2.750%
Mar-18	2.125%	2.875%	3.375%	2.875%
Jun-18	2.375%	3.125%	3.375%	2.875%

（資料）FRB

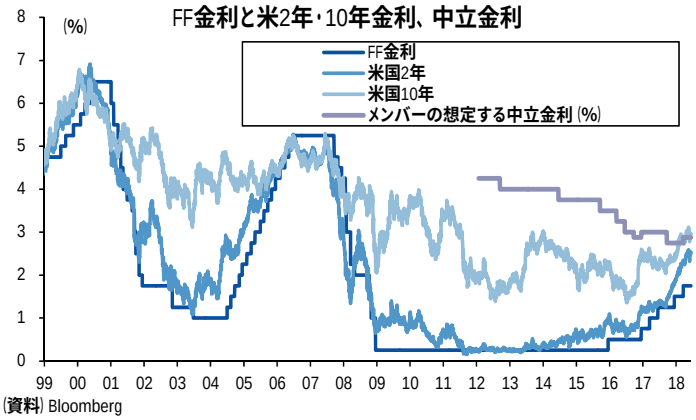
～ビハインドザカーブの心配はどこにもない～

ドットチャートにおける先行き利上げ回数の見通しが引き上げられたからと言って本欄や『中期為替相場見通し』のスタンスは変わらない（そもそも中央値はそれ以上でもそれ以下でもなく、メンバーの見通しを示すものではない）。中立金利想定が大して変わっていない中で現実の政策金利が引き上げられている以上、終点は近いという認識が強まるだけである。現状、賃金が騰勢を強めているわけでもなく、インフレ期待も頭打ちが鮮明であるため（上図）、米国のインフレ率が制御できないほど高進するという事態まで想定する筋合いはない。それは即ち FRB がビハインドザカーブに陥っていることまで心配する必要は無く、むしろ利上げし過ぎによるオーバーキルの方が心配すべきではないかという基本認識に繋がってくる。



（資料）Bloomberg

そう思っているからこそ米債市場ではカーブのフラット化が続き、逆イールド化まで視野に入り始めているのではないか。そもそもFRBがビハインドザカーブを恐れるほど米経済が過熱気味ならば、その恩恵は新興国へスピルオーバーしてくるものではないか。そうした状況ならば5月初旬に見られたような混乱も発生しないように思われる。いや、仮にスピルオーバーせずに米経済だけ独立的な過熱を認めたとしても、資本移動がこれほど大量かつ迅速に起きる金融市場において淡々と自分(FRB)だけが利上げし続けるのは困難である。基軸通貨ゆえに、その資本コスト上昇の影響は自国経済にとどまらず、やはり新興国からの資本流出を促してしまう。なお、米経済は+2%弱と目される潜在成長率を大幅に超える+3%弱(2017年通年では+2.6%、2018年1～3月期の前期比年率は+2.8%)で走っているが、こうした高い成長率が持続可能かどうかという根本的な目線も持ちたいところである。経験則が示す通り、10年金利は中立金利に到達しているのでピークアウト、あとは2年金利がこれに追いつき、追い越すのを待つだけ(つまり逆イールド待ち)という状況と見受けられる(図)。



かかる状況下で示すべき為替見通しは米金利低下に伴うドル相場の下落、そして元より過小評価となっている円相場の連れ高ではないかというのが筆者の変わらぬ考えである。

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13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
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」～
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