

みずほマーケット・トピック(2018年8月2日)

FOMC を終えて～肅々とオーバーキルを予想～

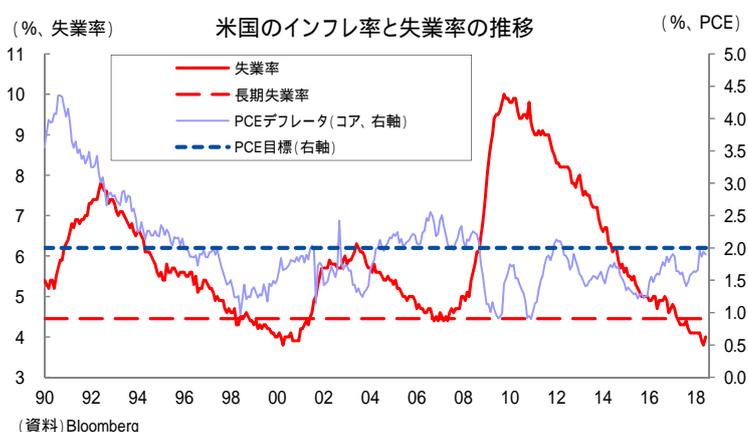
8月1～2日に行われたFOMCは予想通りFF金利の誘導目標を1.75～2.00%に据え置くことを決定。9月利上げは既定路線、12月利上げも濃厚で、焦点は年明け以降の道筋となりそう。声明文は総じて前回は踏襲しているが、全体的に上方修正の色合いが強い。特に、物価情勢に対する文言などを見る限り、デュアルマンデートの実現を自覚している節もある。とはいえ、潜在成長率(2%前後)の倍速での成長が実現されている現状はやはり「異常」でもある。周知の通り、足許の堅調さは一連の税制改革を受けた仕上がりであり、その効用は時間と共に退潮になるはず。利上げを重ねている以上、その効用が切れたと同時にトランプ政権がFRBへの責任転嫁を始める可能性もあるが、その責任転嫁は必ずしも全てが誤っているというわけでもない。過剰な利上げがオーバーキルをもたらし、これが政策の方向転換を促す中で米金利が低下し、ドルも全面安、結果として円高が進むという展開が最も蓋然性が高いと考える。

～利上げ環境自体は悪くなっている～

7月31～8月1日に行われたFOMCは予想通り、FF金利の誘導目標を1.75～2.00%に据え置くことを決定した。声明文もほぼ据え置きで、9月利上げは既定路線、12月利上げも濃厚で、焦点は年明け以降の道筋となりそうである。会合後、FF金利先物に織り込まれた利上げ確率は9月会合で約90%、12月で約70%であり、基本的に市場は「年内2回」シナリオを前提に価格形成を進めていると言える。後述するように、保守的な想定でも中立金利までの距離はあと2回(50bp)ほど残されているため、この市場期待にそれほど無理はない。問題はその後、どこまでアクセルを踏むかである。昨日はトランプ米政権による対中関税2000億ドルに関し、従前アナウンスされていた10%ではなく25%へ引き上げるというニュースも見られており、7月下旬に見られたトランプ米大統領による米金利上昇・ドル高懸念も踏まえれば、利上げ環境自体は明確に悪くなっている。

～デュアルマンデートの達成～

声明文は据え置きながらも、全体的に強くなっている。景気全体の判断については「economic activity has been rising at a solid rate」が「economic activity has been rising at a strong rate」へ上方修正されている。4～6月期実質GDP成長率が前期比年率+4.1%と2014年7～9月期以来、約4年ぶりの高い伸びを記録したことを思えば「a



strong rate」という表現にも頷ける。

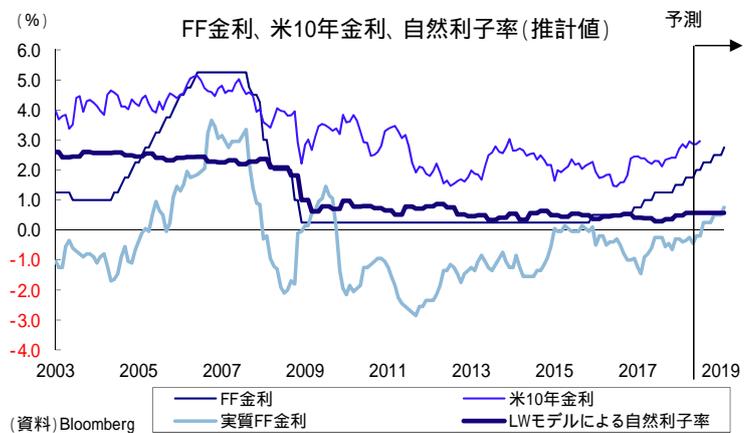
需要項目別の評価を見ると、家計消費に係る評価が「growth of household spending has picked up」とややためらいがちな言い回しから「Household spending and business fixed investment have grown strongly」と元々強い設備投資と同等の評価に引き上げられており、FOMC が実体経済への自信を深めている様子が窺える。この点、本欄では繰り返し述べている点だが、株高による資産効果に裏打ちされた旺盛な消費・投資意欲の賜物であることを忘れてはならない。株価が内需の生殺与奪を握っている以上、引き締め路線が続けばいつかはその循環が逆回転する。

さらに、懸案の物価情勢についても「have moved close to 2 percent」だったものが「remain near 2 percent」とされており、もはや物価目標を実現したかのような雰囲気を感じさせる。元より完全雇用状態であることを踏まえ、デュアルマンドート(前頁図)の実現を自覚しているようにも見受けられ、この点からも9月利上げ自体は間違いはないだろう。

～正常化と言い張れるのは長くてもあと1年～

以上見るように今のFRBの政策運営は順風満帆という形容がぴったりであり、影響が依然として曖昧な貿易戦争を除けば、これといった懸念事項が思い浮かばない情勢である。とはいえ、潜在成長率(2%前後)の倍速での成長が実現されている現状はやはり「異常」と考えるべきだろう。周知の通り、足許の堅調さは一連の税制改革を受けた仕上がりであり、その効用は時間と共に退潮になっていく。利上げを重ねている以上、その効用が切れたと同時にトランプ政権がFRBへの責任転嫁を始める可能性もあるが、その責任転嫁は必ずしも全てが誤っているというわけでもないだろう。

過去の本欄や昨日発行の『中期為替相場見通し』でも論じているように、引き続き予測の王道はFF金利が実質ベースでプラス圏を視野に捉えつつある中で、それが実体経済をいよいよ引き締める展開を心配することとなる。ウィリアムズ NY 連銀総裁らのLWモデル(Laubach and Williams)によれば、今年に入ってから米国の自然利子率は0.5%強であり、2%のインフレ率を加味



すれば2.5%程度が中立的な政策金利水準としてイメージされる。要するに、あと2回の利上げ(現在の市場予想に従えば年内)でFRBはこの水準に到達することになり、そこで名実共に金利面での「正常化」は終了し、引き締めの色合いが強まっていくことになる(図)。なお、政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)では2.875%とやや高いが、それでも来年上半期には到達する。正常化と言い張れるのは長くともあと1年というのが実情と言えるだろう。かかる状況下、経済・金融指標へのダメージを丁寧に精査すべき段階に入ったと考えられ、パウエルFRB議長が来年以降、毎会合後に記者会見を設定するのは恐らくそうした意図もあるのだと推測される。

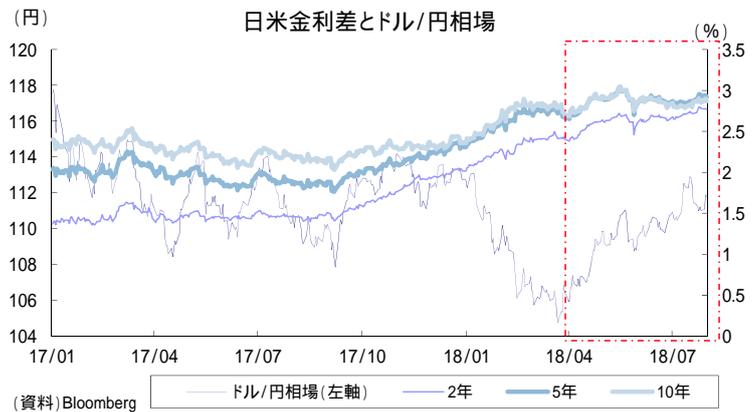
なお、ドットチャートの最終到達地点は2020年末の3.375%であるから、現在のFRBは正常化から引き締めへとシフトすることも厭わないという本音も見え隠れする。これを危ういと思うか、思わな

いかに各種資産市場に対する基本認識や見通しも大きく変わってくることになる。

～ 肅々とオーバーキルを想定～

ただし、以上のようなエコノミストとして真っ当なアプローチが今のFRBの政策運営を考える上で役立つのかどうかという不安もある。方々で指摘されているように、FRBに限らず、域内に脆弱な加盟国を包含しているECBまでもが正常化プロセスに執心し始めているのは「(次回の不況を視野に)溜められるカードは1枚でも多い方が良い」という糊代論が幅を利かせ始めているからだろう。そうになると、上述したような自然利子率の推計やカーブのフラット化などが示す景気減速懸念といった、いわゆるエコノミストとしての正攻法の予想とは別次元で物事が動いていることになる。中銀が入手可能な情報を総合して「次の一手」を考えるのではなく、「とりあえずやれるところまでやるのだ」と腹を括り始めているのだとすると、中立金利を超えてFRBが利上げに邁進してしまう恐れはやはりある。まして、トランプ大統領が金利やドルの上昇に不快感を示し、露骨に口先介入している状況を思えば、判断が微妙な局面に直面した場合、FRBは独立性を誇示すべく意地になって引き締め方向のアクセルを踏む可能性もあるのではないか。

とはいえ、正攻法で「次の一手」を予見するのが難しくなっているにもかかわらず替予想が難しくなったとは思わない。既に米金利とドル/円相場の関係性は殆ど途切れている(図)。とすれば、今後に関しては過剰な利上げがオーバーキルをもたらし、これが政策の方向転換を促す中で米金利が低下し、ドルも全面安、結果として円高が進むというのが最も蓋然性の高い展開ではないか。肅々とオーバーキルを予想しつつ、大きな局面変化に備える時期だというのが筆者の基本認識である。



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8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「パプルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「訓練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
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～
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	クラウドファンディング・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と各国通貨の現状～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	ドイツパプルの警戒すべきか？
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」から何を学ぶか？
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～