

みずほマーケット・トピック(2018年9月27日)

FOMC を終えて～見えてきた転換点～

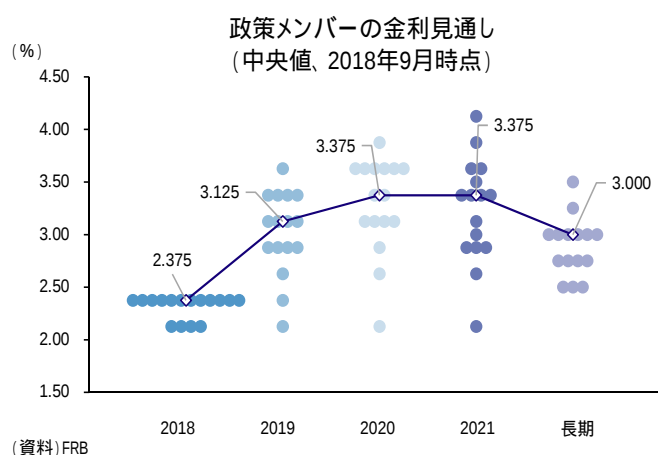
FOMC は予想通り FF 金利誘導目標を年 2.00～2.25%へ 0.25%ポイント引き上げ。FF 金利がはっきりと 2%を超えてきたのはリーマンショック以前の 2008 年 9 月以来。政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)によれば年内 1 回、2019 年は 3 回、2020 年は 1 回が予想中央値となり、今回から新たに追加された 2021 年はゼロ回が示された。声明文の「金融政策スタンスは緩和的」との文言が削除されたことが話題だが、ドットチャートにおいて利上げの打ち止めが示唆される以上、これもほぼ予想通りの修正。FOMC の胸中は「2019 年中に中立金利まで引き上げて様子見」というところにある模様。バーナンキショック以来の過去 5 年間、金融市場における大前提は「FRB の『次の一手』は利上げである」という事実だった。今回のドットチャートで比較的是っきりと利上げ終了のサインが点灯したことは中長期的に見て看過すべきではない動き。

～見えてきた転換点～

25～26 日に開催された FOMC は予想通り FF 金利誘導目標を年 1.75～2.00%から 2.00～2.25%へ 0.25%ポイント引き上げた。政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)によれば年内 1 回、2019 年は 3 回、2020 年は 1 回が予想中央値となり、今回から新たに追加された 2021 年はゼロ回が示された。声明文の「金融政策スタンスは緩和的である」との文言が削除されたことが話題だが、ドットチャートにおいて利上げの打ち止めが示唆される以上、これもほぼ予想通りの修正である。現に為替や金利はこれにさほど反応していない。当該文言が削除されたことを「利上げの終了予告」としてハト派的に解釈する向きもあるが、後述するように今回示された中立金利は 3.00%であり、2019 年はそこへ向けて前進が続く公算が大きい。現時点の政策スタンスをハト派傾斜と読むのはやや無理筋だろう。とはいえ、転換点が見えてきたことも間違いない。FF 金利がはっきりと 2%を超えてきたのはリーマンショック以前の 2008 年 9 月である。

～過去5年の大前提が変わる時～

「金融政策スタンスは緩和的である」の文言削除についてはパウエルFRB議長自身がこれに伴う政策スタンスの変更はないと述べているので、ヘッドラインで騒がれるほどの話でもないように思われる。注目すべきはやはりドットの位置から推測される2020年以降の政策運営である。今回のドットチャートを素直に解釈すれば「2018年12月に1回利上げ、2019年中に3回利上げ、2020年に1回利上



げ、2021年は現状維持」である。もちろん、前頁図に見るように、2020年以降のドットは分散が大きいのので慎重な解釈が必要だが、多くのメンバーの胸中は「2019年中に中立金利まで引き上げて様子見」というところにあると推測される。なお、図を一瞥すれば分かるが、2020年に関しては3.625%が6票を集めておりこれが最頻値だが、2021年に関しては3.875%や4.125%に投票するメンバーがいることもあり、3票を集める3.375%が最頻値となる。2021年以降はまだ不透明な部分が多いだろうが、政策正常化を至上命題として動いてきた委員会の雰囲気が変わってくるタイミングとして2020年というのは重要と考えられる。

バーナンキショック以来の過去5年間、金融市場における大前提は「FRBの『次の一手』は利上げである」という事実だった。あらゆるリスクオフイベントは「次の一手」が遅延するとの見通しに繋がっても、中止になるとの見通しにまで至ることは無かった。ブレグジットもトランプ大統領誕生も正常化路線を反転させるには至らなかった。それだけに今回のドットチャートにおいて比較的はっきりと利上げ終了のサインが点灯したことは中長期的に見て看過すべきではない動きと考えたい。

～利上げ vs. 国内経済、新興国経済、国内政治～

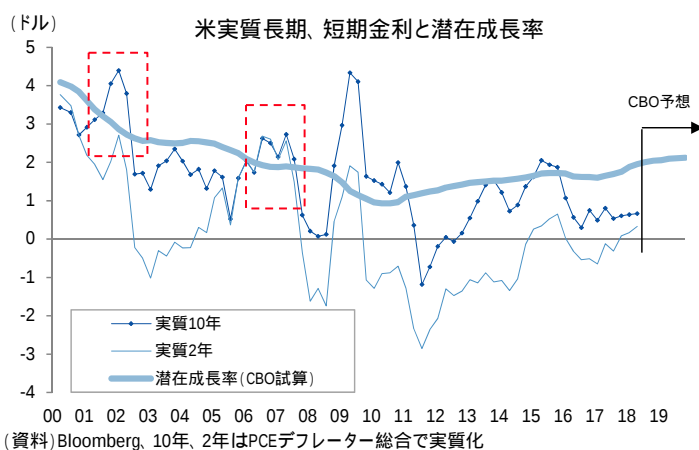
スタッフ見通しによれば、コアPCEデフレーターの見通しは、2018～2020年にかけて「2.0%→2.1%→2.1%」とされ、新たに追加された2021年も2.1%だった。基本的には6月のスタッフ見通しから不変である。中立金利までの利上げならば物価基調も影響を受けないというFOMCの胸中が透けて見える(表)。昨日の本欄でも言及したように、現状では実質ベースで見た短期金利(例えば実質2年金利)が潜在成長率を下回っていることから、複数回の利上げにも拘らず景気が減速することは無いという声は多い(図)。事実、経済の現状は堅調であるのだから、これを支持する声が勢いづくのは致し方ないことではある。

だが、これらの議論は利上げの米経済への影響しか考えておらず、年初来で問題視されている新興国混乱という論点を脇に置いている。会見でもパウエル議長は新興国の混乱が米国経済にも影響すること、利上げが新興国通貨安を招いていることを認めているが、現在は一部の新興国にとどまっており、それゆえに政策運営に影響しないとのスタンスを示している。しかし、「米経済の好調に応じて利上げ路線を貫くほど新興国が苦境に立たされることになる」という状況は今もそしてこれからも本質的に変わることはない。中立金利まで利上げする過程で新興国混乱が大事に至らずに済むのかという懸念はやはりある。

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、2018年9月時点

	2018	2019	2020	2021	長期見通し
実質GDP成長率 (6月時点)	3.0～3.2 (2.7～3.0)	2.4～2.7 (2.2～2.6)	1.8～2.1 (1.8～2.0)	1.6～2.0 n.a.	1.8～2.0 (1.8～2.0)
失業率 (6月時点)	3.7 (3.6～3.7)	3.4～3.6 (3.4～3.5)	3.4～3.8 (3.4～3.7)	3.5～4.0 n.a.	4.3～4.6 (4.3～4.7)
PCEインフレ率 (6月時点)	2.0～2.1 (2.0～2.1)	2.0～2.1 (2.0～2.2)	2.1～2.2 (2.1～2.2)	2.0～2.2 n.a.	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0～2.1 (2.0～2.2)	2.1～2.2 (2.1～2.2)	2.0～2.2 n.a.	

(資料)FRB



(資料)Bloomberg、10年、2年はPCEデフレーター総合で実質化

以上のような議論は利上げの国内経済、新興国経済への影響を勘案したものだが、引き続き利上げは国内政治との距離感も大事になりそうである。昨日の利上げから数時間後、トランプ大統領は記者会見で「われわれは国家として非常にうまくやっている」と述べ、「しかし彼らはわれわれがうまくやっていることを理由に若干の利上げを行った。私はそれに不満だ」と再び利上げへの苦情を口にした。折しもFRBが公式に利上げの終了を示唆し始めているところに政治的な利上げ妨害を差し込むという間の悪さである。この点、政治的圧力に屈したと見られたくないFRBが意地になって利上げの決断にアクセルを踏み続けてしまうようなリスクを心配したいところである。「黙っていれば1年程度で利上げは終わる」ということを大統領に進言する側近が必要かもしれない。

いずれにせよ今回の会合で「利上げの終わり」が示唆されたことは過去5年の金融市場における大きな潮流が変わる前兆であり、見通し作成上、大いに留意すべきものと考えたい。

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9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～コンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
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」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
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「バブルの芽」～
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を待ち受ける隘路～「試験の秋」～
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讀むべきか？
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)