

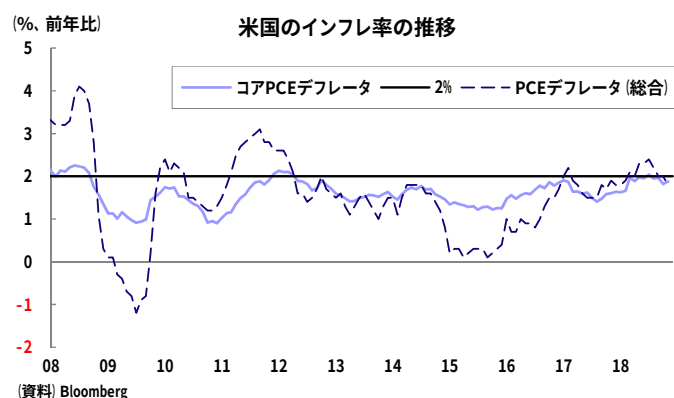
みずほマーケット・トピック (2019 年 1 月 31 日)

FOMC を受けて～正常化プロセスの終了～

1 月 29～30 日に開催された FOMC は金融政策の現状維持を決定したものの、声明文の踏み込んだ表現がサプライズとなった。「今後の政策金利の調整が何になるのかということに関し、FOMC は忍耐強くなる」との表現が挿入されている。「patient」のフレーズを使った以上、いよいよ本欄で長らく想定してきた「次の一手」が利上げではないという局面に踏み込んだと考えるべき。なお、今後の政策金利の調整が「何 (what)」になるのかという表現の真意は、普通に考えれば、「利上げ」or「現状維持」ということなのだろうが、事によっては「利下げ」ということも排除しないということであろうか。いずれにせよ、ここから利上げに復帰するハードルはかなり高くなったと思われ、今後、米金利とドルが復調となる芽は当面、摘まれたと考えたい。米金利やドル相場に関し、今後向かうであろう方向感についてはほぼ決着がついた状態である。あとはここから先、米金利とドルがどこまで然るべき調整を済ませるか、だろう。本欄の予想は不変である。

～正常化プロセスの終了宣言：摘まれた米金利とドルの上昇の「芽」～

1 月 29～30 日に開催された FOMC は金融政策の現状維持を決定したものの、声明文の踏み込んだ表現はサプライズであった。具体的には「次の一手」を示唆する重要な文言「幾分か追加の緩やかな利上げが適切と判断」が削除され、「今後の政策金利の調整が何になるのかということに関し、FOMC は忍耐強くなる (the Committee will be patient as it determines what future



adjustments to the target range for the federal funds rate may be appropriate to support these outcomes)」との表現が挿入されている。「patient」のフレーズを使った以上、いよいよ本欄で長らく想定してきた「次の一手」が利上げではないという局面に踏み込んだと考えるべきだろう。なお、今後の政策金利の調整が「何 (what)」になるのかという表現の真意は、普通に考えれば、「利上げ」or「現状維持」ということなのだろうが、事によっては「利下げ」ということも排除しないということであろうか。いずれにせよ、ここから利上げに復帰するハードルはかなり高くなったと思われ、今後、米金利とドルが復調となる芽は当面、摘まれたと考えたい。上述の「patient」文言が挿入された背景としては「世界経済と金融動向、そして抑制されたインフレ圧力に照らし (In light of global economic and financial developments and muted inflation pressures)」とある。市場が利上げ見通しを再び織り込みに行くには、個人消費支出 (PCE) デフレーターなどの物価指標が盛り上がってることが必要になるだろうが、昨年半ば以降、極めて落ち着いているのが実情である (図)。ここから非線形に物価

上昇圧力が高まってくるという雰囲気は感じられない。なお、今回の声明文では「景気見通しに係るリスクは均衡している」との文言も削除されており、これで 1 月会合を経て日米欧 3 極の中央銀行全てがリスクバランスを下方に振った格好である。

最後に、バランスシート (B/S) 縮小戦略についても別の声明 (Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization) で「利下げだけでは金融緩和が不十分なほどまで経済情勢が悪化した場合、B/S の規模や資産構成の調整を含め、あらゆる政策ツールを用いる準備がある」との方針が示された。次の注目点は B/S 縮小ペースの変更ないしそれ自体の停止であろう。既に記者会見では最終的な規模の着地点や資産構成の在り方について質問が及んでいる (現時点での議長の回答は「これから決める」以上のものではなかった)。今回の声明文は、2013 年 5 月以降続いてきた正常化プロセスの終了宣言で受け止めて差し支えあるまい。

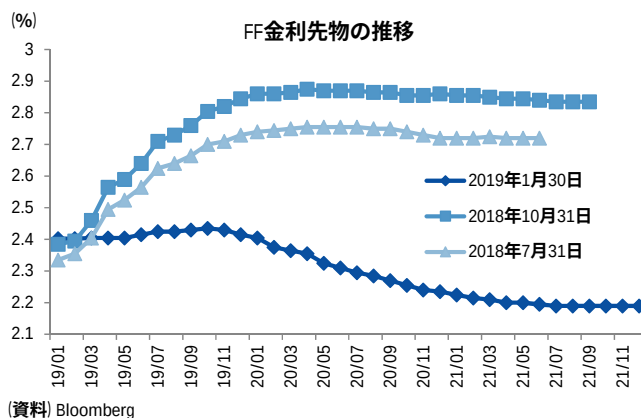
～全てが「live meeting (重要な会合)」～

ちなみに今回の FOMC で、これほど踏み込んだ表現の変更が行われると予想していた向きは多くない。市場参加者は、今後、「政策メンバーの金利見通し (ドットチャート) が改訂されるタイミングにかかわらず政策修正があり得る」という可能性に備える必要がある。今年に入ってから毎会合に記者会見が設定されたことで、より細やかな「市場との対話」が可能になると言われていたが、年初の会合からその効果が表れたということだろう。過去、パウエル FRB 議長が述べたように、全ての会合が「live meeting (重要な会合)」ということを経後の予想に活かしていく必要がある。なお、今回の会合前には声明文や会見を予見するような観測報道が相次いでいた。例えば一昨日の本欄でも議論したように、WSJ 紙が B/S 縮小戦略の修正について報じている。記者会見の増加とリーク報道を合わせることで市場期待を形成していくというアプローチが今後想定されるのだろうか。

同時に、ドットチャートの相対的な重要性は低下したということでもある。3 月公表のドットチャートでは恐らく年内利上げ無しとの予想中央値へ切り下げられる恐れがあるが、それはもはや現状追認ということにしかない。元より現状のような景気の節目と見られるタイミングでは 3 か月経過した後に経済・金融環境が一変している可能性もあり、3/6/9/12 月に拘る会合運営に危うさが漂い始めていたのは確かである。

～安易な「織り込み済み」は危険である～

元より FF 金利先物市場では今後 1 年以内の利下げ可能性まで織り込み始め (図)、米金利とドル相場については昨秋から下落が始まっていたことを思えば、今回の声明文は現状追認でしかないという解説も目立つ。しかし、過去の本欄¹でも議論したように、いくら議長やその他高官が事前の講演などで情報発信しても、定例会合における声明文やドットチャートで示されるメッセージは軽いものではなく、価



¹ 本欄 2019 年 1 月 28 日号『円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～』をご参照下さい。

格形成にはやはり影響する。今回の声明文と会見を受けて米金利もドルもはっきりと下落したのがその証左だ。金融市場では「織り込み済み」というフレーズが頻繁に使われるが、政策当局が正式にそれを認めるまでは完全な価格形成は済んでいないと考えるべきである。

とすれば、3 月公表のドットチャートは「年内利上げなし」という体裁になった場合、やはりそれは米金利とドルを下押しする材料になるはずである。本欄や『中期為替相場見通し』ではこうした展開を 1 年前から予想してきた。今後向かうであろう方向感についてはほぼ決着がついた状態になりつつある。あとはここから先、米金利とドルがどこまで然るべき調整を済ませるかである。

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
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の動所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の動所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベースス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
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～ユ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～露寄せは新興国に～
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～