

みずほマーケット・トピック(2019 年 2 月 21 日)

FOMC 議事要旨 ~ 「patient」の舞台裏 ~

昨日公表された FOMC 議事要旨(1 月 29 ~ 30 日開催分)は全体としてバランスの取れた内容。ヘッドラインでは「ほぼ全ての参加者(almost all participants)」がバランスシート縮小について今年後半(later this year)の停止を支持したことが報じられているものの、それと同時に 1 月から加わった「patient」文言の削除を視野に追加利上げを諦めていない参加者も存在する様子。市場にとっての要諦は「どうなったら patient なアプローチを解くか」という今後に関する情報であり、端的には「どうなったら利上げが再開されるのか」という点。これに関し、FOMC 内の意見は割れている。具体的には利上げが正当化される状況について、「インフレの実績が基本見通しを上回ってきた場合」と「経済が(スタッフ見通しの)想定通りに進展してきた場合」の 2 つのシチュエーションを想定する向きが存在する。筆者は前者の想定が適切ではないかと考える。

~「patient」になった背景~

昨日公表された FOMC 議事要旨(1 月 29 ~ 30 日開催分)を受けてドルは買われている。全体としてバランスの取れた内容であったと思われるが、為替市場ではややタカ派気味のニュアンスを汲み取った部分もありそうである。ヘッドラインではほぼ全ての参加者(almost all participants)がバランスシート縮小について今年後半(later this year)の停止を支持したことが報じられているものの、それと同時に 1 月から加わった「patient」文言の削除を視野に追加利上げを諦めていない参加者も相応に存在する様子であり、このあたりがドル買いを促した印象はある。バランスシート縮小に関しては、「そう遠くない将来(before too long)」にその停止に係る計画が示されることになるだろう。各種規制や経済・金融情勢の現状を踏まえ、金融機関が必要とする当座預金の水準がかつて想定されたよりも高水準にある可能性は昨年来指摘されているが、ここにきてこれが FOMC のコンセンサスとなり、政策決定に落とし込まれる状況と見受けられる。

バランスシート縮小方針の停止以外では、1 月から追加され足許までの市場予想を規定している「patient」文言について、どのような議論が交わされたのが今回の注目点であった。同文言が追加された背景としては、「見通しにおける様々なリスクや不透明感(various risks and uncertainties in the outlook)」が指摘されており、具体的には家計・企業のセンチメント(business and consumer sentiment)、物価動向の停滞(the recent softness in core and total inflation and inflation compensation)、引き締め的な金融環境が総需要に与える影響(the effect of the tightening of financial conditions on aggregate demand)、政府機関閉鎖の影響(the effects of the recent partial federal government shutdown)が挙げられている。この上で、貿易戦争や世界経済減速の影響が言及されており、とりわけ欧州と中国の先行き不透明感が指摘されている。なお、今回の議事要旨では「とりわけ欧州と中国(particularly for Europe and China)」といった趣旨の表現が多用されており、不透明感の源泉としてこの 2 か国・地域の動静が強く意識されていることが分かる。これだけ多くの

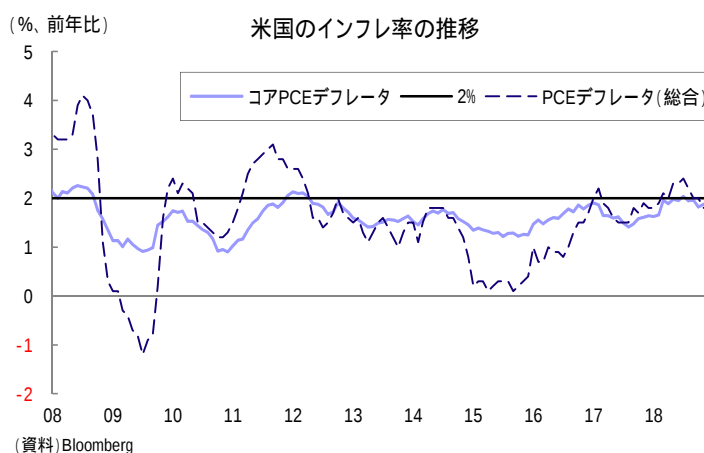
論点が意識されている中で「利上げは難しい」との判断に至ることは自然であろう。

ちなみに議事要旨中には「多くの参加者は、仮に不透明感が後退した場合、委員会は“patient”な金融政策スタンスを再評価し、異なる表現を使う可能性があるとの見方を示した」との記述も見られた。しかし、これだけ多くの不透明感が一気に払拭されることは考えにくい。当面は“patient”文言が残り、様子見姿勢が継続すると考えるのが妥当だろう。

～利上げ再検討の条件～

上述のような事実は前回会合の舞台裏として興味深い情報であるが、金融市場にとっての要諦は「どうなったら patient なアプローチを解くか」という今後に関する情報であり、端的には「どうなったら利上げが再開されるのか」という点である。これに関し、FOMC 内の意見は割れている。現状、「多くの参加者は年後半(later this year)に政策金利の調整(≒利上げ)が適切かどうかについて依然はっきりとしない」と考えているようだが、「何がどうなったら patient でなくなり、利上げが再検討されるのか」という点について、FOMC は如何なる評価軸を持っているのだろうか。今回の議事要旨を読む限り、2 つの考え方が存在する。「patient」なアプローチに賛同した参加者の中でも、数名の参加者(several of these participants)は利上げが必要になるケースについて「インフレの実績が基本見通しを上回ってきた場合に限り(only if inflation outcomes were higher than in their baseline outlook)」としている。片や、そのほかの数名の参加者(Several other participants)は経済が(スタッフ見通しの)想定通りに進展してきた場合、年後半には利上げが適切と示唆している。

図示されるように、過去 1 年程度、個人消費支出(PCE)デフレーターは総合、コアともに 2%近傍で推移している。端的に言えば、これが「上振れてこなければ利上げしなくて良い」と考える前者と、「このままトラブルなく横ばいならば利上げ可能」と考える後者が存在するということだろうか。とはいえ、後者であっても、利上げが適切と考えるタイミングは年後半であることから、「3 月および 6



月の利上げはなし」というのは既定路線にはなる。直感的には、過去 2 年間、米労働市場の改善が一方的に進んできた割には 2%近傍での推移がぶれなかったことを思えば、中央銀行としてはインフレ圧力の「弱さ」を警戒すべき局面ではないかというのが筆者の基本認識である。米金融政策のタカ派復活を当て込んで、米金利やドルの上昇を予想するのは難しいと考えたい。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常態にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
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を前に～
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を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、世界経済の勘所～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～金利に追隨する株価～
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」が勢いづかない理由
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	露化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勘所～)
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」が勢いづかない理由
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」に語る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(国際与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～ユニケル発言について～
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～)