

みずほマーケット・トピック (2019 年 6 月 20 日)

FOMC を終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～

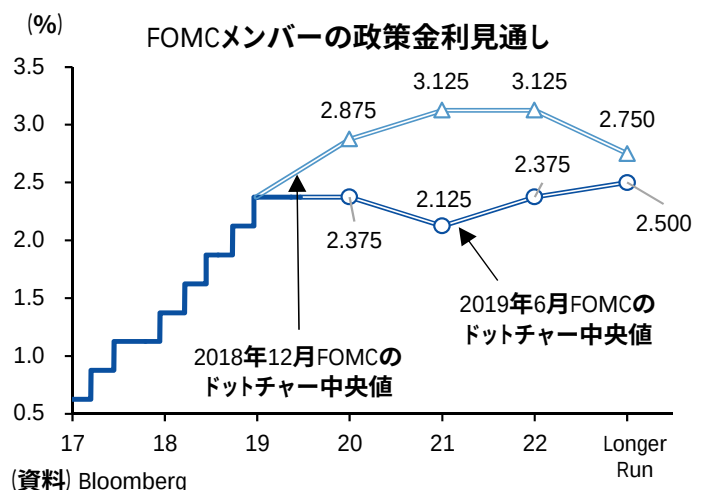
注目された FOMC は FF 金利誘導目標を 2.25～2.50% に据え置くことを決定。声明文の各種修正やドットチャートを踏まえれば、年内の焦点は利下げの「有無」ではなく「幅」に移ったと考えられる。なお、半年前 (2018 年 12 月) のドットチャートと比較すると FOMC が想定する政策金利の軌道は別物になっている。ここまで性急な修正が許容されてしまうと、ドットチャートはかえって混乱を招くだけにも思えてくる。結局、ファンダメンタルズよりも「将来の利下げ余地」を作るための糊代論を重視した政策運営がこのドタバタ感に繋がっているのだろう。いずれにせよ FRB は利下げ局面に入る。こうした動き自体はトランプ大統領の本意に沿ったものだろう。だが、FRB がハト色を強めるほどに円やユーロに上昇圧力がかかり、日銀や ECB が「次の一手」を検討せざるを得ない状況になるのである。そうした通貨高に対応しようとする海外中銀にいきり立つトランプ大統領には「鏡に映った自分に怒り続ける」ような不毛さを覚える。

～利下げの「有無」から「幅」へ～

注目された 18～19 日の FOMC は FF 金利誘導目標を 2.25～2.50% に据え置くことを決定した。声明文の修正ポイントは 2 点で①利上げに「忍耐強く (patient)」あるとの文言を削除したこと、その代わりに②「適切に行動する (act as appropriate)」との文言を加えたことである。さらに「見通しに対する不透明感が高まった (uncertainties about this outlook have increased)」との記載も加わったことを踏まえれば、今回は利下げの露払いという整理で良さそうである。今回はブラード・セントルイス連銀総裁が 25bps の利下げを主張して却下されているが、政策メンバーの金利見通し (ドットチャート) では 2019 年末までに 25bps か 50bps を見込むメンバーが 17 名中 8 名と半数に達している。年内の焦点は利下げの「有無」ではなく「幅」(25bps なのか、50bps なのか)に移ったと考えたい。

～糊代論が招いたドタバタ劇～

ドットチャートを詳しく見ていくと、前回 3 月時点では 17 名中 11 名が現状維持、4 名が 1 回利上げ、2 名が 2 回利上げを想定していた。つまり、利下げを視野に入っていたメンバーはいなかった。だが今回は 17 名中 1 名が 1 回利上げ、8 名が現状維持、1 名が 1 回利下げ、7 名が 2 回利下げとかなり大きく変わっている。2 回利下げの 7 名は「25bps×2 回」か「50bps×1 回」を意味しているため、「7 月に 50bps」という腹積



もりのメンバーも含むかもしれない。右図は年 4 回目の利上げを決断した直後となる 2018 年 12 月と今回について、ドットチャートを比較したものである。一瞥して分かるように、もはや想定している政策金利の軌道は半年前と別物であり、2020 年末などは 100bps も齟齬が出ている。2019 年末は中央値・最頻値ともに 2.375%なので 2018 年末から 50bps 程度の下方修正にとどまっているように見えるが、上述したようにこれは 8 名が現状維持を予想した結果である。残りの過半のメンバーは利下げを予想している実情があるため、図が示すイメージ以上にドットチャートは下方修正されていると考えて良い。それにしても半年前までは「中立金利(当時は 2.75%)を超える政策金利」でマクロ環境を引き締めるモードにあったものが、ここきて「中立金利(今は 2.50%)を下回る政策金利」でマクロ環境を刺激するモードに変わっている。ここまで性急な修正が許容されると却ってドットチャートは混乱を招くだけではないだろうか。

確かに、この半年間で米中貿易戦争の激化やブレグジットを巡る混乱が不透明感を強めたという事実はある。とはいえ、「年 4 回利上げからの年 2 回利下げ」という急旋回を要するほど経済・金融環境が変わったわけではあるまい。例えば FRB スタッフ見通し(SEP、予想中央値)を見ると実質 GDP 成長率見通しはやや上方修正され、失業率も低下している。失業率に

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2019年6月時点

	2019	2020	2021	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	2.0~2.2 (1.9~2.2)	1.8~2.2 (1.8~2.0)	1.8~2.0 (1.7~2.0)	1.8~2.0 (1.8~2.0)
失業率 (3月時点)	3.6~3.7 (3.6~3.8)	3.5~3.9 (3.6~3.9)	3.6~4.0 (3.7~4.1)	4.0~4.4 (4.1~4.5)
PCEインフレ率 (3月時点)	1.5~1.6 (1.8~1.9)	1.9~2.0 (2.0~2.1)	2.0~2.1 (2.0~2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	1.7~1.8 (1.9~2.0)	1.9~2.0 (2.0~2.1)	2.0~2.1 (2.0~2.1)	

(資料)FRB

については自然失業率と同一視される長期見通しも下がっているため、今回の失業率低下は需給ギャップの縮小をもたらすものではない(つまり物価も押し上げない)という整理なのだろうが、それでも予測期間にわたって成長率が引き上げられていることは事実である。そのようなタイミングで金融政策運営が顕著にハト派色を強めることの正当性は分かりにくいものがあると言わざるを得ない。トランプ政権の保護主義は確かに不透明感を強めているが、それ自体も昨年からリスク視されていたことであり、その不規則な言動も常態と言えば常態であった。インフレ基調も元々さほど強くはなかった。結局、ファンダメンタルズよりも「将来の利下げ余地」を作るための糊代論を主軸とする政策運営がこのドタバタ感に繋がっているのではないのか。

～「鏡に映った自分」に怒り続けるトランプ大統領～

目下、トランプ米大統領が追加緩和の可能性を示唆したドラギ ECB 総裁に「口」撃を放ったことが注目されているが、FRB がこれだけハト派色を強め、そうした方向転換を大統領自身が扇動してきた雰囲気も否めないことを思えば二枚舌も甚だしいと言わざるを得ない。昨日の本欄でも言及したが、6 月 18 日の ECB 年次総会におけるドラギ講演はあくまで 6 月 6 日の政策理事会の内容を踏襲したに過ぎない。わざわざツイートで応戦したことで事が大きくなっている感は否めず、ECB はもちろん、日銀も今後の言動に気をつけなければならない雰囲気が出ている。19 日、即座に浅川財務官が「緩和的金融政策を取ることは自国通貨安の誘導ではないのであれば、お互いに許容しようというのが G7、G20 での合意」とメッセージを発しているのは誠に正しい動きであり、国際的な紳

士協定をツイッター1 つで反故にするような動きは看過できないものがある。

これまで国内の金融政策運営や海外との通商関係など、ことごとく口を出してきたトランプ大統領だが、他国政府ですら介入を躊躇する他國中銀の政策領域に踏み込むことは異常であり、ますます孤立を招く契機になるかもしれない。そもそも変動為替相場制の世界において通貨の方向感を恣意的に設定でき、しかもその動きに継続性をもたせることの出来る中央銀行は FRB しかなく、本来ならば最も政治的介入を排除しなければならない存在と考えられる。ドラギ総裁の発言は確かにユーロ安を誘う内容ではあったが、結局、今回の FOMC を経てユーロ/ドル相場は騰勢を強めている。FRB や米金利、ドルこそが潮流を作ると言うことが良く現れた地合いになっていると言える。

今回の会合を境に FRB は利下げ局面に入ることになる。だが、FRB がハト色を強めるほどに円やユーロに上昇圧力がかかり、日銀や ECB が「次の一手」を検討せざるを得ない状況になるのである。ある意味で、通貨高に対応しようとするそれら海外中銀にいきり立つトランプ大統領は「鏡に映った自分に怒り続ける」という不毛な行為に勤しんでいるようにも見えてしまう。本欄や『中期為替相場見通し』では「ドル全面安の下でのユーロ高、円高」を執拗に主張してきたが、ここにきてそのシナリオの確度は急速に高まっていると考えている。

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.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6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サブライズがあるとするならば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル＝7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
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/円相場は新常态にあるのか？
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いバブル」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～