

みずほマーケット・トピック(2019年8月1日)

FOMC を終えて ~ 「1 歩譲れば 100 歩求める」 ~

注目された7月のFOMCは予想通りの25bpsの利下げを決定。また、米国債など保有資産の縮小も前倒して終了が決定された。現在の米国の経済・金融情勢を踏まえれば「奮発した」というのがパウエルFRB議長の本音に近いところか。そのような本音も相まってか、パウエル議長は記者会見で「利下げは緩和サイクル開始を必ずしも意味しない」と発言、景気循環途上での調整を強調した。政治的な緩和圧力を前に「突っ張った」という面もあるのかもしれないが、株価が急落するなど市場の動揺を誘っている。為替市場も当然、ドル高で反応している。しかし、今回の利下げを駆動しているのはあくまで株価であり、政治的なノイズも恐らく無関係ではない。1度、株式市場と政治のご機嫌取りに応じた以上、今後も株価急落を契機として2度目、3度目の利下げを要請されるという展開が目に見えている。引き続きドル高は続かないと予想。

~ パウエル議長、懸念された失言 ~

注目された7月30~31日のFOMCは短期金利の指標であるFF金利の誘導目標を、年2.25~2.50%から年2.00~2.25%に引き下げた。FRBの利下げは10年半ぶりとなる。また、米国債など保有資産の縮小(いわゆる「量的引き締め」)も予定された9月末から2か月前倒しした8月1日をもって終了することとした。現在の米国の経済・金融情勢を踏まえれば「奮発した」というのがパウエルFRB議長の本音に近いところだろうか。議長会見では「It is intended to insure against downside risks from weak global growth and trade policy uncertainty」と言明され、あくまで「現在」ではなく「将来」の景気減速に対応したというロジックが前面に押し出されている。カンザスシティ連銀のジョージ総裁およびボストン連銀のローゼングレン総裁の2名が利下げに反対票を投じているように、こうしたロジックに納得感を持たないメンバーも存在する。

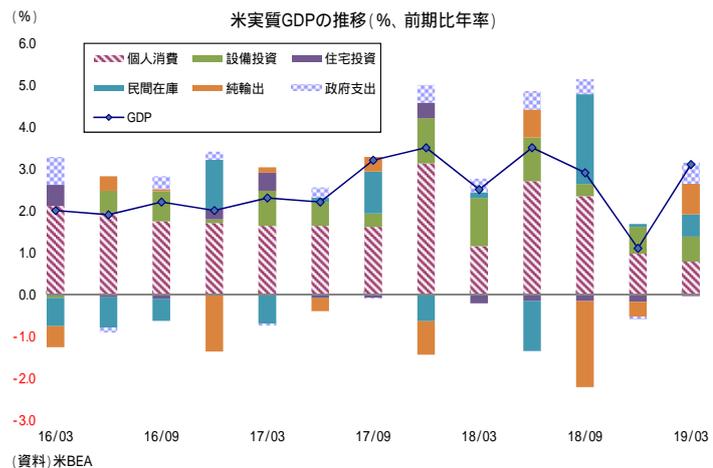
利下げは予想通りだが、パウエルFRB議長は記者会見で「利下げは緩和サイクル開始を必ずしも意味しない」と述べ、景気循環途上での調整(Mid-Cycle Adjustment)に過ぎないと利下げの継続性に疑義を呈した。あくまで「景気拡大を延命させるための利下げ」という建付けだが、こうしたロジックはその後の利上げ復帰を想起させるものである。政治的な圧力を前に「突っ張った」という面もあるのかもしれないが、株価はこれに大きく反応し、NYダウ平均株価は前日比333.75ドルと急落している。会見では「一度きりの利下げだとは言っていない」、「利下げで経済を支える」など利下げの継続性を窺わせる発言も見られてはいるが、やはり「利下げは緩和サイクル開始を必ずしも意味しない」とのフレーズが与えた傷跡は大きいと言わざるを得ない。

金融市場では株式は大幅下落、為替はドル高という組み合わせになっている。なお、債券も米10年金利がほぼ横ばいだったものの、2年金利が1.80~1.96%で乱高下しつつも、結局のところ前日とあまり変わらない1.87%程度で引けている。債券市場は比較的冷静な(利下げはまだ続くという)受け止めと見受けられ、恐らくその見立ては正しいと筆者も考える。利下げはまだ続かざるを

得ないだろう。総じて、今回の FOMC では元よりコミュニケーションに難があると言われていたパウエル議長に対する懸念が現実のものとなったと言えるだろう。25bps という利下げ幅自体もさることながら、「タカ派的利下げ(a hawkish rate cut)」の意向を主張してしまったこともあり、トランプ大統領の「口」撃は今後強まることはあっても、弱まることは無さそうである。昨日も利下げ決定後、「パウエル氏はわれわれを失望させた」といつも通りの苦情を申し立てている。こうしたテンションが更迭という具体的なアクションに及ぶことがないか、金融市場は頭の片隅で警戒しておかねばならない。

～ 株式市場は「1 歩譲れば 100 歩求める」～

今回の FOMC を前にブルームバーグでは『パウエル議長が 1 歩譲ればトレーダーは 100 歩求める』(2019 年 7 月 30 日)とのヘッドラインがみられた。筆者も全くの同感である。元々、今回の利下げの発端は昨年から断続的に見られた株価の急落であり、基礎的経済指標の悪化を踏まえた判断とは言い難いものだった。最も重視されるはずの失業率は依然 4%を割り込み、非農業部門雇用者数変化も大崩れはし



ていない。実質 GDP 成長率を見ても、拡張財政が押し上げた 2018 年と比較すれば減速は見られるが、金融政策の軌道を旋回させるほどとは言えない(図)。消費者物価指数(CPI)や個人消費デフレーター(PCE)などの一般物価に目をやっても、著しい失速が見られているわけではない(利上げに着手した 2015 年時の方がよほど低かった)。こうした状況下、FF 金利誘導目標は 2018 年の「年 4 回利上げ」から今年は「年 3 回利下げ」という観測まで浮上するに至った。このような金利パスの急変を裏付けるほどの基礎的経済指標の悪化が確認されたとは言いづらい。

もちろん、だからこそ「保険的な利下げ」であり、よく言えばフォワードルッキングな対応なのだが、事の発端はやはり株価にあったように思えてならない。NY ダウ平均株価は昨年 10～12 月期に高値から最大で約 20%も下落しており、これと同時に進行してトランプ大統領が再三にわたって金融政策運営に「苦情」を申し入れるようになった。そのトランプ大統領とて株価を心配していそうなことは言うまでもないだろう。とどのつまり今回の利下げを駆動しているのは株式市場という側面が大きく、政治的なノイズも無関係ではないと見るのが無難である。昨日は大きく値を下げたとはいえ、NY ダウ平均株価に代表される株価は史上最高値圏にある。これがドル/円相場の大崩れを防いだ面も否めない。しかし、これらの相場つきの拠って立つところは言うまでもなく米金利の低下であることは忘れてはならない。こうした経緯を踏まえると、今後も株価が崩れるたびに株式市場は利下げを要求することが予想される。昨日はその一端が垣間見えたのではないかと。一度、ご機嫌取りに応じた以上、カードは 1 枚、2 枚と連続的に要求され、最終的には量的緩和の再開というカードまで目をつけられかねない(現に量的引き締めは前倒しで終了させられた)。そうならないためには株高に呼応して米経済の消費・投資意欲が復活するという展開が求められるが、そのような展開に至

る前に完全雇用状態にある米労働市場がはいよいよ失速してくる可能性が高いと筆者は懸念している。少なくとも今次利下げ局面が今回のワンショットや年内もう1回程度の利下げで収束すると考えるのは楽観的であり、今後1年は継続するというのが本欄の基本シナリオとなる。かかる状況下でドル/円相場のアップサイドを期待するのはやはり難しいと考えたい。

市場営業部
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、确实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7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
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～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
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レビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
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・資金情勢～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～表裏の基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレジデント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	「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	プレジデント情勢を巡る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(プレジデント交渉、当面の読み方～人買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	プレジデント「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