

みずほマーケット・トピック(2019 年 8 月 22 日)

## FOMC 議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～

7 月 30～31 日分の FOMC 議事要旨には意見集約の難しさが滲み出ていた。▲25bps 利下げのほか、▲50bps 利下げや据え置きを主張する参加者も 2 名以上存在したことが分かっており、委員会が割れている様子が窺えた。とりわけ目を引いたのが、利下げの理由が箇条書きにされていたこと。悲惨な結果に終わった議長会見を踏まえ、改めて議事要旨を通じてコミュニケーションの再整理を試みたのかもしれない。いずれにせよ 7 月会合後のコミュニケーションが利下げの「出し惜しみ」を示唆したことで経済的にも、政治的にも大失敗に終わった以上、明日のジャクソンホール経済シンポジウムや 9 月会合では利下げの持続可能性を示唆する可能性が高い。そもそも「保険的」や「調整」などのフレーズを使い予断を持つことは「景気循環が正確に読める」ことが前提であり、年 4 回利上げた翌年に利下げに急旋回している時点で説得力が全くないと考えたいところ。2000 年 8 月にゼロ金利解除で失敗した日銀も「調整」を強調していた。

### ～割れる FOMC、利下げ理由も様々～

昨日は 7 月 30～31 日分の FOMC 議事要旨が公表されている。周知の通り、7 月会合は 10 年ぶりの利下げを決断した会合だが、その後のパウエル FRB 議長会見によって利下げ期待が打ち消され、金融市場に大きな失望が広がった。9 枚しかない利下げカードのうち 1 枚を使ったにもかかわらず、無用な消極姿勢を示すことで FRB にも、金融市場にも、そしてトランプ米大統領にとっても悪い結果となった悲惨な会合だったと総括できるだろう。後述するように、今回の議事要旨中、利下げの理由が箇条書き(にしては簡潔ではなくかなり長いもの)にされているのは、悲惨な結果に終わった会見の内容を文面を通じて再度整理しようという意図を感じる。

確かに、議事要旨を見る限り、▲25bps の利下げが簡単な決断ではなかった様子が窺え、それゆえに会見も難しい対応が求められたという実情はありそうだ。例えば、2 名の参加者(a couple of participants)は過去数年の執拗な低インフレに対応するためにはより強いアクションが必要であり、25bps よりも 50bps の利下げを主張している。一方、世界経済や貿易政策を巡る不透明感が後退していることを理由に据え置きを主張する参加者は数名(several participants)存在したことが分かっている。また、2～3 名の参加者(a few participants)は利下げが金融システムの不安定化を招く恐れを指摘している。▲25bps 利下げ、▲50bps 利下げ、据え置きが 2 名以上存在する中で、どのように意見集約を図り、情報発信を行うかは簡単ではなさそうである。とはいえ、それでも見る限りは利下げ支持が多そうであり、しかも残された利下げ回数が限定されている実情を思えば、利下げ期待を将来に繋ぐ努力は-本当に利下げするかどうかは別にして-必要だったと考えられる。

冒頭で言及した通り、実際に▲25bps の利下げに至った理由は長文の箇条書きで 3 点が列挙されるという珍しい体裁が取られている。端的には、以下の 3 つが挙げられている：

- ① 海外経済の減速によって設備投資と製造業に減速の兆候が確認され、これが殆どの参加者 (most participants) の政策金利パス予想を下方修正させたこと
- ② 多くの参加者 (a number of participants) は海外当局には有事に備えた政策余地が殆どないと考えており、今会合での利下げはあくまで「リスクマネジメントの観点に照らした慎重な対応 (a prudent step from a risk-management perspective)」と見なしていること
- ③ 多くの参加者 (a number of participants) がインフレ見通しに懸念を持っており、既に市場ベースのインフレ期待もさらなる緩和 (利下げ) を見越して改善してしまっていること

以上のように様々な意見が交錯したことが分かるが、基本的には今後入手される情報に反応することが重要であり、予め政策パスが決まっているような印象を与えること (any appearance of following a preset course) は避けるべきだという意見が FOMC の主流として存在することも窺える。その上で、殆どの参加者 (most participants) が▲25bps の利下げについて、最近数か月の経済見通しの変遷を踏まえた「政策スタンスの部分的な再調整 (part of a recalibration of the stance of policy)」もしくは「景気循環途上での調整 (Mid-Cycle Adjustment)」と見なしていることも強調されている。パウエル議長が口にして大炎上を招いた部分だが、こうした思想に至るまでに様々な意見のやりとりがあったことを丁寧に示したかったのではないかと察する。

### ～「調整」の誘惑、日銀の経験～

いずれにせよ 7 月会合後のコミュニケーションが利下げの「出し惜しみ」を示唆したことで経済的にも、政治的にも大失敗に終わった以上、明日のジャクソンホール経済シンポジウムや 9 月会合では利下げの持続可能性を 7 月よりは示唆することに努める可能性が高い。そもそも「保険的」ないし「予防的」という枕詞を付けて予断を持つことは「景気の循環が正確に読める」ことが前提であり、年 4 回利上げした翌年に利下げに急旋回している時点で説得力が全くないと言わざるを得ない。利下げが「調整」で終わるかどうかは現時点では誰にも断言できるものではない。現に 9 月利下げは 100% 織り込まれ、来年 6 月までの間には 80% が 4 回以上の利下げを織り込んでいる。本当に利下げが 1 年続けば、「調整」ではなく立派な「利下げ局面」だろう。

中央銀行からすれば、微妙な判断だからこそ、あくまで一過性の「調整」であることを強調し、いつでも逆方向にハンドルを切れる「保険」をかけたというのが本音に近いのだろうが、「調整」の強調は市場期待を断ち切る行為と等しく、資産価格に大きな変動をもたらすリスクを孕む。なお、中央銀行による類似の失敗としては日銀が 2000 年 8 月 11 日に決定したゼロ金利解除も有名である。当時、日銀は政治の反対を押し切る格好で「経済の改善に応じて金融緩和の程度を微調整する措置であり、長い目で見て経済の持続的な発展に資するという観点から行うもの」といった理由が掲げ、利上げを敢行した。ここでも「緩和の程度を微調整」というフレーズが出てきている。その後、IT バブルが崩壊し、史上初の量的緩和を強いられる羽目になるのは翌年 3 月の話だ。

完璧な現状把握が可能で、採るべき政策がはっきりと分かっているならばこそ微調整も可能になる

はずだが、周知の通り、中央銀行も市場参加者も経済予測の精度は著しく変わるわけではない。「調整」というフレーズを使うことで当該決定が「大したものではない」という雰囲気醸し出しても、市場にとっては利下げや利上げは大きなイベントである。今回のことから学んだパウエル議長は 8 月のジャクソンホール経済シンポジウムや 9 月の FOMC では市場期待を崩さない慎重でハト派色の強いコミュニケーションを心掛ける可能性が高いだろう。

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](mailto: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](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8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
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政策理事会プレビュー～「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プレビュー～サプ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	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	「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～循環的なブーク～
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	プレジデント、「2度目の否決」と「新たな期限」