

みずほマーケット・トピック(2019 年 12 月 12 日)

FOMC を終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～

FOMC は市場予想通り、4 会合ぶりに利下げを見送った。投票結果を見ても全会一致であり、FOMC の足並みが久しぶりに揃った格好である。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)も「2020 年は据え置き」とほぼ予想通りの結果が示されている。2 年後(2021 年末)の政策金利水準について見れば、据え置き(1.625%)5 名、1 回利上げ(1.875%)4 名、2 回利上げ(2.125%)5 名、3 回利上げ(2.375%)3 名と完全に割れてしまっている。こうした見方が分散化しているドットチャートから得られる含意は「次の一手は利上げとなりそうだが、自信はない」ということだろうか。こうした胸中は、これまで予防的利下げにかこつけて「タカ派的利下げ(hawkish cut)」と言われていたものが「ハト派的現状維持(dovish stay)」に変容したと読める。当面、米金利は上がりようがなく、ドル/円相場の重しになると考えるのが妥当だろう。

～予防的利下げの成果?～

今週 10～11 日に開催された FOMC は市場予想通り、FF 金利誘導目標を 1.50～1.75% に据え置き、4 会合ぶりに利下げを見送った。投票結果を見ても全会一致であり、FOMC の足並みが久しぶりに揃った格好である。スタッフ経済見通し(SEP)も成長率、失業率、そ

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2019年12月時点

	2019	2020	2021	2022	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	2.1～2.3 (2.1～2.4)	1.8～2.3 (1.7～2.3)	1.7～2.2 (1.7～2.1)	1.5～2.2 (1.6～2.1)	1.7～2.2 (1.7～2.1)
失業率 (9月時点)	3.5～3.6 (3.5～3.8)	3.3～3.8 (3.3～4.0)	3.3～4.0 (3.3～4.1)	3.3～4.1 (3.3～4.2)	3.5～4.5 (3.6～4.5)
PCEインフレ率 (9月時点)	1.4～1.7 (1.4～1.7)	1.7～2.1 (1.7～2.1)	1.8～2.3 (1.8～2.3)	1.8～2.2 (1.8～2.2)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	1.6～1.8 (1.6～1.8)	1.7～2.1 (1.7～2.1)	1.8～2.3 (1.8～2.3)	1.8～2.2 (1.8～2.2)	

(資料) FRB

して物価(PCE デフレーター)も 9 月から概ね据え置きであり、政策姿勢も必然変わりようがない。見方を変えれば利下げをした 9 月から経済・物価の展望が不変なのだから予防的なアクションによって事態の悪化を回避できたという整理になるかもしれない。過去の本欄でも議論したが、株価が市場心理を規定する部分が大きい以上、3 回に亘って実施された今回の予防的利下げは成功というのが短期的な評価になるのだろう。だが、実体経済のハードデータ(生産や物価、雇用など)ではなく金融市場の資産価格に応じて政策変更を繰り返していれば、確実にカードを消費するスピードは速くならざるを得ない。予防的利下げで事態の收拾が実現できたことに安堵しつつ、「残った糊代は 175bps しかない」という胸中で FOMC は議論を重ねているものと推測する。

～割れる見通し～

無風が想定された今回の会合において唯一注目されたのがメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)だが、これも「2020 年は据え置き」とほぼ予想通りの結果が示されている。2020 年に関し

詳しく見ると、13 名が現状維持、4 名が利上げを想定しており、当然中央値も現状維持となっている。敢えて注目点を挙げるとすれば 2021 年の中央値も 1.875%となっており、非常に遅々たる利上げの歩みが想定されていることだろうか。FOMC 後、米金利が低下したのは利上げ路線への復帰がそこまで遅延すると思っていた

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2019	2020	2021	2022	Longer run
Sep-17	2.688%	2.875%	n.a.	n.a.	2.750%
Dec-17	2.688%	3.063%	n.a.	n.a.	2.750%
Mar-18	2.875%	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Jun-18	3.125%	3.375%	n.a.	n.a.	2.875%
Sep-18	3.125%	3.375%	3.375%	n.a.	3.000%
Dec-18	2.875%	3.125%	3.125%	n.a.	2.750%
Mar-19	2.375%	2.625%	2.625%	n.a.	2.750%
Jun-19	2.375%	2.125%	2.375%	n.a.	2.500%
Sep-19	1.875%	1.875%	2.125%	2.375%	2.500%
Dec-19	1.625%	1.625%	1.875%	2.125%	2.500%

(資料) FRB

た市場参加者が少数派だったということだろう。今回のドットチャートを見ると、2020～21 年の今後 2 年間で 3 回利上げして、予防的利下げで使った糊代を取り戻せると考えているメンバーは 17 名中 3 名しかいない。また、2021 年末について見れば、据え置き(1.625%) 5 名、1 回利上げ(1.875%) 4 名、2 回利上げ(2.125%) 5 名、3 回利上げ(2.375%) 3 名と完全に割れてしまっている。

こうした見方が分散化しているドットチャートから得られる含意は「次の一手は利上げとなりそうだが、自信はない」ということだろうか。その曖昧さも市場予想の中心と平仄が合う印象だが、筆者を含め米景気拡大局面の成熟化に身構える市場参加者の中には「次の一手」を必ずしも利上げではなく、利下げと考える向きも少なくないはずだ。当面、「次の一手」を利上げと読むドットチャートが市場予想の大勢を形成していくのだとすれば、米中貿易戦争が再び緊迫の度を強めた場合などに、その予想が大きく修正される中でショックが起きることが想定される。その可能性は決して低いものではないはずである。

～為替見通しへの含意～

為替市場、とりわけドル/円相場を見通すという観点からは本欄や『中期為替相場見通し』でも論じているように「FF 金利が動かない中ではドル/円も動きづらい」と考えるのが予想作成の出発点だろう。だが、上述したように本当に現状維持で済むのか。どちらかと言えば「次の一手」は利下げの公算の方が大きいのではないかというのが筆者の基本認識である。「次の一手は利上げとなりそうだが、自信はない」という FOMC の胸中は、これまで予防的利下げにかこつけて「タカ派的利下げ(hawkish cut)」と言われていたものが「ハト派的現状維持(dovish stay)」に変容したということだろう。「次の一手」が利上げであるという基本姿勢もあくまで中央銀行としての矜持に根差したメッセージであり、景気拡大が 127 か月目という超長期にわたる中で果たしてそのような見通しが適切なかどうかは相当に不透明と言わざるを得ない。いずれにせよ、「ハト派的現状維持」を続ける限り、米金利は上がりようがなく、ドル/円相場の重しになると考えるのが妥当だろう。

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

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12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、'2度目の国民投票、～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～'ツケ'が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～'結束(unity)')と財政政策～)
2019年11月20日	'ドル化した世界'で進む'金融政策の一本化'
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	'株価の虜'と'予防的緩和'について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の'overhaul(刷新)')ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の'弱さ'源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と'ドル化した世界'という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある'円の不人気'
2019年11月11日	'公的デジタル通貨 vs. リブラ'の様に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の'生き字引'～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感'5円'以下という異例～
2019年10月23日	'リブラ'阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい'10月31日'の経緯～次に起こることは～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった'ずる賢さ'～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～'思ったより悪くない'の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の'底'は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった'ドイツの乱'～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	'羊頭狗肉'化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	'原油高&円安'が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	ブレイクを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
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～
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幅変わりそう～)
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