

みずほマーケット・トピック(2020年6月11日)

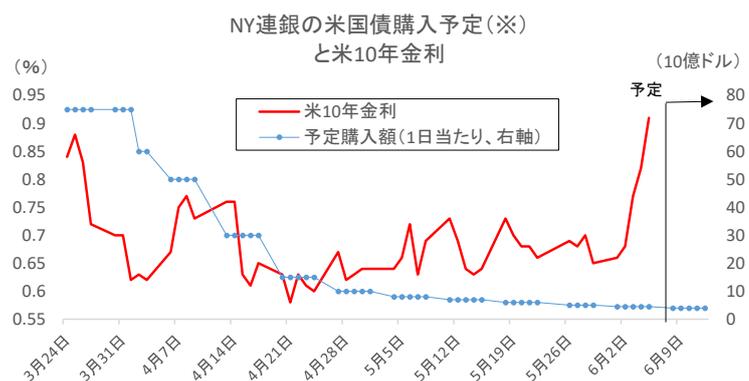
FOMC を終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～

6月FOMCのポイントは①資産購入規模に目処が示されたこと、②2022年末までのゼロ金利方針が確認されたことの2点。①については「無制限」から「金額の明示」へシフトしたことが直感的に緩和姿勢の後退と受け止められかねないが、実態は逆。従前までの減少傾向に対し「もう減らさない」というメッセージがクリアにされたことは安心材料。②はドットチャートにおいて、メンバーのほぼ全員が2022年末までの政策金利水準を「0.00～0.25%」と予想していることに現れている。ドットチャートは将来の政策金利を約束するものではないが、ここまで強力に意見集約されている以上、フォワードガイダンスと同様であろう。イールドカーブ・コントロールがなくとも、米金利の低位安定は揺るぎそうにない。こうした状況下、ドル/円のボラティリティはさらに奪われそう。マイナス金利政策の導入がない限り、FRBは為替相場のドライバーにはならなそう。

～「無制限」から「金額明示」はむしろ安心感に～

9日から10日にわたって開催されたFOMCは金利については現状維持とする一方、これまで無制限とされていた資産購入規模について金額を明示する形式に改められた。とはいえ、据え置かれた金利も政策メンバーの見通し(ドットチャート)において「少なくとも2022年末までゼロ金利を維持」という方向で意見集約が図られている。今回のポイントは以上の2点、①資産購入規模に目処が示されたこと、②2022年末までのゼロ金利方針が確認されたことに尽きる。

まず、①は声明文において「in the amounts needed to support smooth market functioning」と実質無制限としていた資産購入の規模が「at least at the current pace to sustain smooth market functioning」と現行ペースを維持していく方針に修正されている。これに伴ってニューヨーク連銀からは月間購入ペースに関し、米国債は800億ドル、住宅ローン担保証券(MBS)は400億ドル、商



業不動産担保証券(CMBS)は週間で2.5～5億ドルという目処が示されている。「無制限」から「金額の明示」へシフトしたことが直感的に緩和姿勢の後退と受け止められかねないが、そうではない。今週の本欄でも議論したように、3月以降、国債購入ペースは著しく減額されてきた(図)。それは金利急騰を経た足許でも同様であり、「これ以上の減額(≒金利上昇)をFRBは容認するのか」という点が注目されていた。この点、今回の声明文で「もう減らさない」というメッセージをクリアにしたことは市場にとって好感されるべき動きであった。米国債の800億ドルというのは現在発表されている

「40 億ドル/日」を月間に換算した額と一致する。もっとも、こうした措置は「over coming months」とあるため、これが具体的に何か月程度を意味するのかが気かりではある。いずれにせよ、今回、「無制限」から「金額の明示」へシフトしたことは一連の有事対応が節目を迎えたと考えられる。

～奪われるドル/円相場のボラティリティ～

次に②についてはドットチャートで明らかにされている。17 名全員が 2020 年末並びに 2021 年末の政策金利を「0.00～0.25%」とし、2022 年末についても 2 名が利上げを想定しているものの 15 名が「0.00～0.25%」とやはり現状維持を予想している。もちろん、ドットチャートは FRB の政策運営にまつわる既定路線を示すものではない。だが、ここまで強力に意見集約されている以上、市場は最低でも今後 1 年半の低金利維持を織り込むことになる。また、目下注目されているイールドカーブ・コントロール(YCC)については質問される前に、パウエル FRB 議長自ら議論したことを明らかにしている。どの程度、議論で取り扱いが進んでいるのかが議事要旨で確認することになるが、「次の一手」について残された論点が乏しいだけに毎回注目を浴びることは避けられないだろう。

とはいえ、既にドットチャートにおいてこれほどはっきりと今後の方針が示されている以上、半ば YCC の効果を備えた強力なフォワードガイダンスを打ち込んだ状態と言えなくもない。YCC の導入が行われなくとも、こうした政策金利パスの予想はドル/円相場のボラティリティを奪うものになると考えるのが自然である。結局のところ、為替市場への含意という意味では、マイナス金利政策の導入がない限り、FRB の政策運営が力強いドライバーになることはないように思われる。

～2022 年末まであらゆる計数が戻らず～

最後に、FRB スタッフ見通し(SEP)を確認すると、2020～22 年の実質 GDP 成長率見通し(中央値)は、「▲6.5%→+5.0%→+3.5%」と今年から来年にかけて形式上は V 字回復を見通すものの、伸び幅に着目すれば、「今年失われた成長率が来年取り返せる」という見通しにもなっていない。直近で公表された OECD の世界経済見通しと比較すると、米国は感染の第 2 波がない前提で)▲7.3%とされていたので、SEP の方が若干楽観的な見方と言える(第 2 波のある、いわゆる the double-hit scenario では▲8.5%)。失業率は「9.3%→6.5%→5.5%」とされており、やはり 2022 年まで見通しても危機前の水準である 3.5%付近までは戻らない想定になっている。最後に、個人消費支出(PCE)デフレーターはコアベースで「+1.0%→+1.5%→+1.7%」とやはり予測期間中の+2%到達を諦める仕上がりになっている。成長率、失業率、インフレ率そして結果として割り当てられる政策金利は 2022 年末まで待っても復元不可能というのが今回の FOMC の総括だろうか。とはいえ、現時点で見通しを示すことへの迷いもパウエル議長は口にしており、SEP やその他主要機関の見通しに沿って資産価格見通しを作ること自体が不安定な試みであることは留意したい。

市場営業部兼金融市場部
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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかになったパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPIに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(急避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失ったポンド相場～政治も金融もポンドの足枷～