

みずほマーケット・トピック(2020 年 9 月 17 日)

FOMC を終えて～日銀に似てきた情報発信～

16 日の FOMC は現状維持を決定。政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)は「少なくとも 2023 年末までゼロ金利」という点で意見集約されており、当面の金融市場で政策金利が論点化することがないことを改めて確認した格好。今回の声明文からアベレージターゲットを意識したフォワードガイダンスが追加されている。ドットチャートもメンバー間でほぼばらつきが無く、それ自体が強いフォワードガイダンスになっている印象。また、FRB スタッフ見通し(SEP)による 2020～23 年の PCE デフレーター(総合)の見通しは、2023 年によく 2.0%に到達する仕上がり。ある期間について「平均 2%」を目指すのであれば、2023 年まで待っても利上げは不可能という話になる。この点、「これほどまでに低い物価見通しが予想され、そして 2%超のインフレ率を容認する覚悟があるならば、もっと緩和すべき」との声は今後、当然出てくるだろう。このような政策運営や情報発信を継続していると、2%物価目標を無為に唱え続け、「展望レポート」が「願望レポート」とまで揶揄されるようになった日銀に似た状況に追い込まれる可能性がある。

～今後 3 年間はゼロ金利～

16 日の FOMC は現状維持を決定した。FF 金利の誘導目標は 0～0.25%で据え置き、3 月以降継続する量的緩和政策(QE)も米国債を月 800 億ドル、住宅ローン担保証券(MBS)も同 400 億ドルのペースで購入する方針が据え置かれた。政策の具体的な中身は不変である一方、政策メンバーの金利見通し(ドットチャート、右図)は

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2021	2022	2023	Longer run
Mar-18	n.a.	n.a.	n.a.	2.875%
Jun-18	n.a.	n.a.	n.a.	2.875%
Sep-18	3.375%	n.a.	n.a.	3.000%
Dec-18	3.125%	n.a.	n.a.	2.750%
Mar-19	2.625%	n.a.	n.a.	2.750%
Jun-19	2.375%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-19	2.125%	2.375%	n.a.	2.500%
Dec-19	1.875%	2.125%	n.a.	2.500%
Jun-20	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Sep-20	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%

(資料)FRB

「少なくとも 2023 年末までゼロ金利」という点で意見集約されており、当面の金融市場で政策金利が論点化することがないことを改めて確認した格好である。今回の声明文から新規に追加されたフォワードガイダンスである「政策委員会は長期的な平均が 2%となり、インフレ期待が 2%に固定されるために、インフレ率が当面の間、2%を緩やかに上回ることを目指す(the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer-term inflation expectations remain well anchored at 2 percent)」とドットチャートが目先の展開を約束してしまっており、今後 3 年間、世界の資本コストである米金利がゼロであるという前提で物事を検討しなければならない。

もっとも、こうした「金利なき世界」の長期化は今回明らかになった事実ではなく、従前の状況を再確認したに過ぎない。にもかかわらず、為替市場ではドル売りが優勢となっており、対円では 105

円を割り込んでいるが、FRB の政策運営をドライバーとした円高はそれほど賞味期限が長いものではないように思える。円高・ドル安の持続性を語るのであれば、米金利の低位安定は所与の条件として、今会計年度に想定される米財政赤字の規模(ドルの過剰感)の方がドライバーと考えるべきであろう。その意味で新規の材料として筆者が注目したいのはまだ決まっていない追加経済対策第四弾の規模である。いずれにせよ、「今、ドルは買えない」というのは相応に説得力のある判断である。引き続き本欄では年内 100 円割れを臨む時間帯まで見込んでいる。

～ドットチャートや SEP が「願望レポート」化する恐れ～

前掲図に示すように、ドットチャートもメンバー間でほぼばらつきが無い。ゼロ金利(年末値 0.125%)を予想しているメンバーは 2020 年と 2021 年で 17 名(全員)、2022 年が 16 名、2023 年が 13 名である。今から 3 年経っても利上げできると考えているメンバーが 4 名しかいないという状況であり、もはやドットチャートそれ自体が強いフォワードガイダンスになっている感もある。また、FRB スタッフ見通し(SEP)による 2020～23 年の PCE デフレーター(総合)の見通しは、「1.2%→1.7%→1.8%→2.0%」と前回から 2020 年が+0.4%ポイント引き上げられているほか、2021 年と 2022 年も+0.1%ポイントずつ引き上げられている(2023 年は今回から追加)。新たな枠組みの下、ある期間について「平均 2%」を目指すのであれば、2023 年まで待っても利上げは不可能というのが SEP から得られる含意になろう。今回のドットチャートもこうした SEP と整合的である。

なお、こうしたドットチャートや物価見通しを踏まえ、「これほどまでに低い物価見通しが予想され、そして 2%超のインフレ率を容認する覚悟があるならば、もっと緩和したらどうか」という声は今後、当然出てくる。実際、今回の記者会見でもその種の質問は出ていたが、パウエル FRB 議長はアベレージターゲットの有効性を強調するだけで説得的な回答を展開できていないように見受けられた。今回はアベレージターゲットが導入されて初めてのドットチャートや SEP であるからさほど大きな問題に発展していないように見受けられるが、こうした情報発信が続くことは中銀の信認という観点から決して良いことではない。2013 年以降、黒田日銀が 2%物価目標を無為に唱え続け、「展望レポート」が「願望レポート」とまで揶揄されるような状況になったことを見ればよく分かるだろう。今後、FRB の情報発信が日銀のそのように空虚なものになっていく可能性を危惧したい。

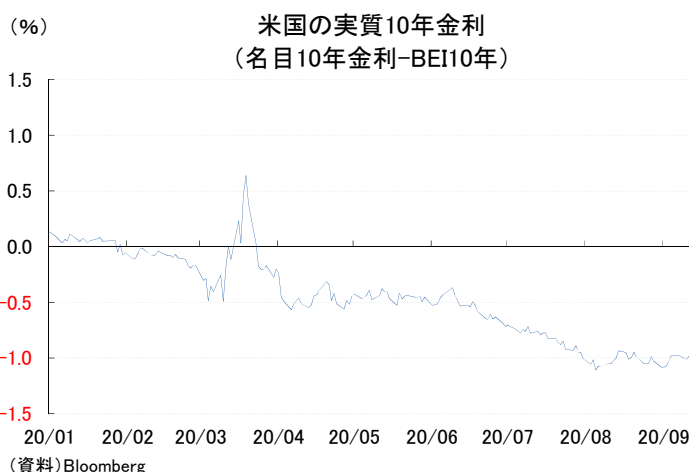
～いつでも反故にされる可能性がある～

アベレージターゲットに基づく FRB の新たなフォワードガイダンスは、ドル/円相場の値動きが象徴するように、今のところ為替市場からは尊重されているように見受けられる。しかし、過去の本欄¹でも議論したように、この手のフォワードガイダンスは状況が変わればあっさり反故にされる可能性を秘めている。今回も例外ではあるまい。例えば、「moderately above 2 percent」の「moderately」がどの程度を指すのか全く分からない。「2%」から許容されるべき乖離幅が 0.1～0.2%ポイントなのか、それとも 0.5%ポイントなのか。月次で公表される物価指標にとってそれは決して小さな話ではあるまい。また、乖離を許容するにせよ、念頭に置かねばならない「平均すべき期間」がどれくらいなのかも分からない。こうしたアベレージターゲットを構成する重要な要素についてパウエル議長は

¹ 2020 年 8 月 28 日号『FRB 戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～』をご参照下さい。

記者会見でも問われているが、その都度はぐらかしており、市場に具体的なイメージを持たせないように腐心している様子が窺えた。また、今回の声明文には「The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run」とあり、アベレージターゲットと共に最大雇用を目指す旨も強調されている。この点に関しても「失業率に限らず、労働参加率や賃金なども含む幅広い計数で判断する」と会見で述べ、言質を与えていない。

要するに、物価も雇用も、フォワードガイダンスの中心論点として打ち出しながら、後々の総合判断が効くように裁量を大きく残してある。中央銀行として当然の差配ではあるが、裁量を残すほどフォワードガイダンスとしての威力は下がる。今回、ドル/円相場こそ動いたが、ブレイクイーブンインフレ率や米 10 年金利が際立って動いたわけではなく、両者から計算される実質金利はほぼ横ばいである(図)。ドル/円相場の



105 円割れが示唆するほど新しいフォワードガイダンスは市場に浸透しているとは言えないだろう。

また、今回の FOMC は全会一致ではなく 2 名から反対票が出ている。そのうちの 1 名であるカプラン・ダラス連銀総裁は「より広範な政策金利の柔軟性 (greater policy rate flexibility)」を求め反対しており、現状以上にフォワードガイダンスに裁量を与えたい立場のようである。恐らく新型コロナウイルスの感染拡大が落ち着いてくればこの手の立場は唐突に勢いを持ってくる可能性がある。その際、アベレージターゲットは現在の市場が理解しているもの(≒安定的な緩和路線)とは大分異なったものになってくるのではないかと。例えば、現在は「平均して 2%を目指すので目先の 2%超は容認」という枠組みの下、メンバー個々人の予想中央値であるドットチャートもゼロ金利定着で意見集約しているから違和感がないが、今後、ドットチャートがタカ派(端的には利上げ)色を強めてきた場合はどうするのか。そうなった時、「どの程度の 2%超を容認するのか」や「平均とはどの期間を指すのか」をはぐらかすわけにはいかないのではないかと。鳴り物入りで導入された印象のあるアベレージターゲットだが、この先を考えると小さくない脆弱性を含んでいるように思えてならない。

市場営業部・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.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
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分) 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
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～
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	明らかにされ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～PEPP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(マイナス金利を正定した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「ドルの信託」～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～ 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～