

みずほマーケット・トピック(2020 年 12 月 17 日)

FOMC を終えて～約束された「金利差なき世界」～

年内最後の FOMC は波乱なし。フォワードガイダンスの強化、経済見通し、政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)、いずれも予想の範囲内であり市場への影響は軽微。過去 1 週間の本欄でも議論してきたように、今後重視されるのは何を置いても雇用・賃金情勢。労働参加率が歴史的な低水準にまで沈んでいることを踏まえれば、中長期的な視点からは労働投入量の減少を受けた潜在成長率の切り下がりが懸念される状況にある。潜在成長率が下がってくれば、これと平仄が合う中立金利、ラフに言えば「望ましい政策金利」の水準も切り下がってくることになる。80 年以降の FF 金利と米 10 年金利の推移を見ると、危機を乗り越えるたびに利上げの最高到達点が切り下がり、米 10 年金利も似たような軌道を描いてきた。前回、ゼロ金利にしてから利上げに復帰するまでに 7 年、最高到達点である 2.50%に戻るまでに 10 年かかった。「2023 年末までゼロ金利継続」というドットチャートは「最速で」という枕詞をつけて解釈したいところ。

～年内最後の FOMC、波乱なし～

年内最後の FOMC は波乱なく終わった。物価および雇用の動向が目標に向けて「さらに顕著に前進(substantial further progress)」するまで、資産買入れを現状のペース(国債は 800 億ドル/月、MBS は 400 億ドル/月)で継続するとし、フォワードガイダンスの強化に踏み切っている。もっともこうした決定自体は事前予想通りであることに加え、これを受けて目先の政策運営が大きく変わ

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%
Dec-20	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%

(資料)FRB

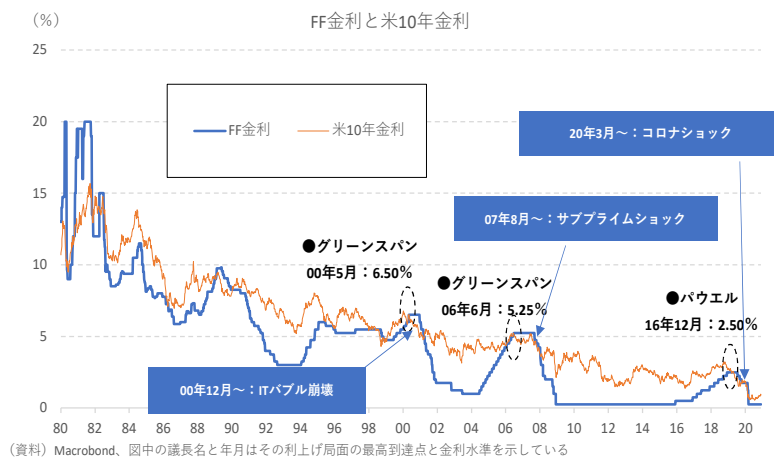
るわけでもないため金融市場の反応は限定的である。政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)のイメージも変わらず 17 名中 12 名が 2023 年末までのゼロ金利維持を予想している(図)。一部では国債購入年限の長期化を予想する声もあったが、FRB スタッフ経済見通し(SEP)は全体的に上方修正されていることから、そこまで踏み込まなかったことに違和感はない。

～切り下がる利上げの最高到達点～

過去 1 週間の本欄でも議論してきたように、今後重視されるのは何を置いても雇用・賃金情勢となるだろう。今回のフォワードガイダンス強化は元より 11 月に発表された議事要旨で示唆されていたものの、12 月会合で打ち出されるとの期待はそこまで強くなかった。しかし、先週 4 日の米 11 月雇用統計が予想以上の減速となったことで前倒しされた感は否めない。春先に失われた 2000 万

人の雇用のうち、未だその半分近くが回復できておらず、しかも改善ペースが鈍化しつつある。労働参加率が歴史的な低水準にまで沈んでいることを踏まえれば、中長期的な視点からは労働投入量の減少を受けた潜在成長率の切り下がりが懸念される状況にある。

潜在成長率が下がってくれば、これと平仄が合う中立金利、ラフに言えば「望ましい政策金利」の水準も切り下がってくることになる。図は1980年以降のFF金利と米10年金利の推移を見たものだ。大きな危機を乗り越えるたびに利上げの最高到達点が切り下がり、米10年金利も似たような軌道を描いていることが分かる。世界の資本コストである米金利がこのような状況を迎える



ことで他国の金利も少しずつ切り下がっており、今日の状況に至っているのは周知の通りだ。今回のコロナショックはFF金利が1.75%しかないところに発生しており、あっという間にゼロ金利まで引き戻されてしまった。後講釈を承知で言えば、やはり2018年の4回利上げがオーバーキルであり、2019年に3回も利下げしなければならなくなったことでコロナショックに対する糊代が小さくなっていったことが悔やまれる。いずれにせよ、過去20年で利上げの最高到達点が「6.50%→5.25%→2.50%」と切り下がってきているのは事実であり、経済・金融情勢が改善してくれば「次の利上げが2.50%を超えられるのか」は必ず注目点になってくるはずである。利上げの最高到達点が10年金利のそれと重なってきた経緯がある以上、為替や株の展望を考える上でも重要な視点と考えられる。

～2.50%まで戻するのに10年かかった～

もちろん、ゼロ金利自体は初めての経験ではなく、2008年12月にゼロ金利にしてから7年かけて利上げに復帰し（利上げ着手は2015年12月）、10年かけて2.50%まで戻した（直近で最後の利上げが2018年12月）という実績がある。だが、総括すれば「10年かけても危機前（5.25%）の半分（2.50%）程度にしか戻せなかった」ということでもある。

では今回はどれくらいかかりそうなのか。率直に「2023年末までゼロ金利継続」というドットチャートは「最速で」という枕詞をつけて解釈したいところである。理由はやはり労働市場の状況だ。コロナショックを経て労働参加率は史上最低の61.5%まで低下しているが、一旦大きく下がった労働参加率は簡単には元に戻らないことはリーマンショック後に学んだ事実である（図）。実際のところ、全く戻ら



ないままコロナショックを迎えてしまった。こうした状況下、直感的に類推される中立金利はさらに下がっている懸念がある。それは一段と金利が上がりにくい世界を意味し、為替市場を展望する上で「金利差なき世界」という大前提がしばらく続くということでもある。もちろん、狭いレンジの金利変動はあり、為替市場それ相応の動きを示すだろうが、限界的な金利の変化幅が小さくなることで為替市場における変動も小さくなるという事実は動かしがたいものがある。今年これほどのことが起きてもドル/円相場が 10.05 円しか動いていないことが何よりの証左であろう。このようなことがドル/円に限らず、他の通貨ペアにも起きてくるのかどうかは 2021 年の 1 つの注目点とも言える。

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12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫通減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
2020年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月16日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月13日	ワクテン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月12日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
2020年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越えリスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
2020年9月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月17日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
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讀むべきか～「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讀むか～「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
2020年8月18日	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17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)
2020年7月17日	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)