

みずほマーケット・トピック(2021 年 3 月 16 日)

FOMC プレビュー～ドットチャート&議長会見～

今週 16～17 日の FOMC に関し、注目は 2 点。1 つは政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)の仕上がり、もう 1 つはパウエル FRB 議長会見における金利への評価である。まず、ドットチャートの注目点は「2023 年末までゼロ金利維持」というメッセージがどれほど強固なものとして出てくるのかに尽きる。昨年 12 月時点では 17 名中 12 名が 2023 年末までのゼロ金利維持を想定しているが、今回はその人数の増減が取引材料に。しかし、このような観測が浮上していること自体、アベレージターゲットやフォワードガイダンス修正が軽視されている証拠であろう。もう 1 点は議長会見において高止まりする国債利回りにどのような評価が示されるかである。基本的に「金利上昇は経済成長の期待の表れ」と整理しつつ、「しかし、現行の緩和路線を修正するつもりはない」というメッセージを示すのが王道。ツイストオペは出口の難しさを思えば、割に合わない一手。望ましい 10 年金利水準が注目される中、潜在成長率や中立金利の水準を踏まえると、相当野心的に見ても 2.0%ではないか。今、大きな上方修正を見込むのは危うい。

～元より信頼されていない政策戦略とフォワードガイダンス～

金融市場は 16～17 日の FOMC に注目が集まっている。政策変更は予想されないものの、注目は 2 点ある。1 つは政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)の仕上がり、もう 1 つはパウエル FRB 議長会見における金利への評価である。まず、ドットチャートの注目点は「2023 年末までゼロ金利維持」というメッセージがどれほど強固なものとして出てくるのかに尽きる。昨年 12 月時点では 17 名中 12 名が 2023 年末までのゼロ金利維持を想定しているが、今回はこの人数の増減が取引材料になるだろう。既に利上げ時期の前倒しを示唆するメンバーが出てくることについて観測記事も見られており、その多寡が米金利の浮沈を握る。本来、昨夏に平均+2%を目指すアベレージターゲットに戦略修正したばかりであることに加え、年末には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のペースを継続するとし、フォワードガイダンスの強化に踏み切ったばかりであることも思えば、政策の急旋回自体は拙速である。しかし、現にドットチャートのタカ派修正が予見されてしまっていること自体、戦略修正やフォワードガイダンス修正が軽視されている証拠とも言える。

～金利上昇は期待の表れ、ツイストオペはない～

もう 1 点は議長会見において高止まりする国債利回りにどのような評価が示されるかである。基本的に「金利上昇は経済成長の期待の表れ」と整理しつつ、「しかし、現行の緩和路線を修正するつもりはない」というメッセージを示すのが王道だろう。その上で 3 月上旬の討論会で述べていたように「債券相場発の市場の混乱や金融環境の引き締まりが発生すれば、それは不安材料になるだろう」とわざわざばかりのけん制も差し込んでおくことも忘れないはずである。

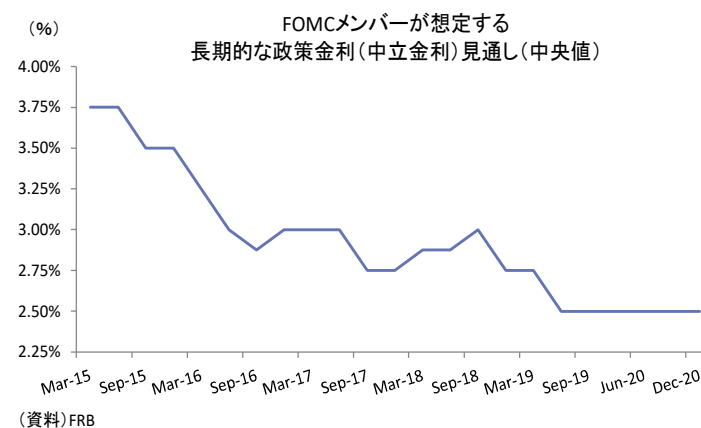
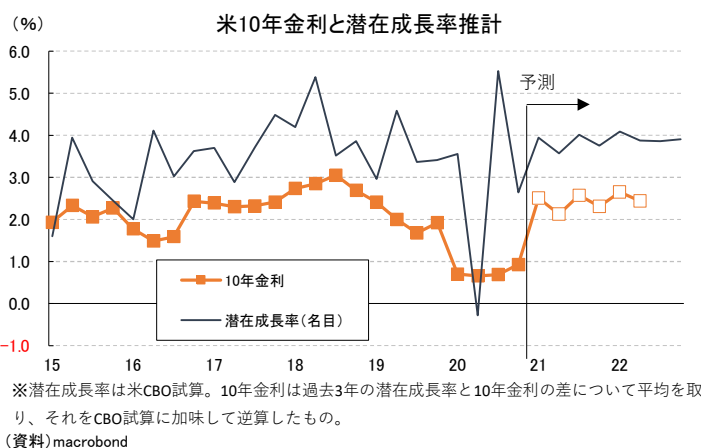
なお、金融市場では短期債を売って、長期債を買うというツイストオペでイールドカーブのフラット化を促してくるのではないかと観測もあり、パウエル議長がこれに関心を示すかどうかを注目する向きはあるようだ。しかし、筆者はその可能性は低いと考える。確かにツイストオペならばバランスシートの規模を据え置いたまま長期金利を抑制できるが、その後の出口戦略で苦勞することは目に見えている。「金利上昇は経済成長の期待の表れ」というメッセージの裏側には「市中金利の上昇には介入しない」という本音を見出すべきではないか。市場が期待を抱き、その結果として形成されたイールドカーブに中央銀行が介入するということは「望ましい金利水準」について思惑を抱いているということになる。その際に用いられる手段がツイストオペや日銀のイールドカーブコントロール(YCC)ということになるが、例えばツイストオペで10年金利を1.5%でキャップした場合、債券市場はその前提で取引を展開するだろう。それが常態化してしまうと、万が一、FRBが購入額を控えれば金利は急騰しかねない。結局、その急騰を抑えるために散発的に購入を打ち込むことでバランスシートはかえって膨らんでしまう可能性がある。日銀のETF購入が縮小のきっかけを見つけるのに四苦八苦している姿を見れば、安易な市場介入は避けるべきということが良く分かる。

～望ましい米10年金利水準は・・・～

株、債券、為替のいずれの市場参加者も米10年金利の上昇目途をどこに置くかが見通し策定において要諦になっている。既にイールドスプレッドや10-2年スプレッドなどから妥当と思われた1.5～1.6%に到達しており、「今が上限である」という結論を持たない限り、新しい上値目途を予想する必要が出てきている。中央銀行からすれば特定の名目金利水準よりも潜在成長率との相対関係が重

要になる。最新の米議会予算局(CBO)の潜在成長率推計では2021年の名目成長率は+3.8%程度であり、コロナ前の3年間について言えば、10年金利が名目成長率よりも1.4%ポイントほど低く据え置かれてきた。そう考えると10年金利は2.0～2.5%あたりという話になる。

この点、ドットチャートの示す中立金利(潜在成長率に相応しい政策金利)が2.50%であるから、このイメージは大きく間違っていないように思う(図)。なお、潜在成長率との関係で言えば、コロナ以前の3年間は利上げ局面も含んでおり、米雇用市場では完全雇用が実現されていた。雇用・賃金情勢が悲慘な状況にある現状に当て嵌めるにはやや無理があるかもしれない。かかる状況を思えば、潜在



成長率よりも名目金利がかなり低めに誘導されること自体は正当化されるものだろう。とすれば、米 10 年金利の水準に関し、かなり野心的に見ても 2.0% という想定で大きな問題はないように思える。2 月に入ってから米金利上昇は債券市場参加者におけるポジション調整の動きも重なっており、上昇自体にファンダメンタルな解説を付けるのが難しいという見方もある。現状、焦って 2.0% を超える 10 年金利水準を前提に資産価格の見通しを作るのは危ういと筆者は考えている。

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
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡面という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
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「収穫通減」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 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17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16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13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があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフター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」 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感度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