

みずほマーケット・トピック(2021 年 3 月 18 日)

FOMC レビュー～現状維持に見る強気の足音～

FOMC は現状維持を決定。今回の注目点は 2 つあった。1 つは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。前者は「2023 年末までゼロ金利維持」との大勢が維持されており、この点で金融市場への大きな影響を抑制された印象。後者は無秩序(disorderly)な金利変動が政策目標の達成を阻害することを認めつつ、現行の資産購入ペースを継続することが適切であるという基本姿勢を示している。「金利上昇を達観しつつ現行政策を変えるつもりはない」というメッセージは方向感を掴ませない賢明なものと言える。なお、経済見通し(SEP)を見ると 2022 年以降の FRB は「デュアルマンドートを達成した状態で緩和をどれだけ継続するのか」という局面に入る。FRB の「次の一手」を読むという意味ではこの点が最重要と考えられるが、それでも現状維持を貫くことがアベレージターゲットと整合的な運営になる。本当にそうなるのか。表向きは現状維持だが、強気は各所に潜み始めている。

～穏当に収まった FOMC～

16～17 日に開催された FOMC は現状維持を決定した。今回、大きな注目点は 2 つあった。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。前者に関しては「2023 年末までゼロ金利維持」との大勢が維持されており、この点で金融市場への大きな影響を抑制された印象である。後者については無秩序(disorderly)な金利変動が政策目標の達成を阻害することを認めつつ、現行の資産購入ペースを継続することが適切であるという基本姿勢を示している。「金利上昇を達観しつつ現行政策を変えるつもりはない」というメッセージは金融市場に方向感を掴ませない賢明なものと言える。

～23 年末以前の利上げ派は増加～

ドットチャートを詳しく見ると、2021 年末については 18 名全員が現状維持、2022 年末については 14 名が現状維持、4 名が利上げ、2023 年末については 11 名が現状維持、7 名が利上げとなっている。中央値が動くほどの変化ではなかったのが材料視されていないが、2023 年末以前の利上げを予想するメンバーが増えていることはやはり気がかり。

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2021	2022	2023	Longer run
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%
Mar-21	0.125%	0.125%	0.125%	2.500%

(資料)FRB

り。一昨日のプレビューでも言及したが、たとえ片鱗であってもこうした正常化意欲が見え隠れすること自体、2%超えを容認するアベレージターゲットや 12 月に強化されたフォワードガイダンス(「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)に照らして整合性が取れないように思える。実際、今回の記者会見ではフォワードガイダンスとの関連を質す記者が現れている。これに対してパウエル議長はあくまでドットチャートはメンバーの予想分布を示したものに過ぎず、今後想定される不透明性まで完全に織り込んでいるわけではないとの見解を示している。この見解に違和感はないものの、金融市場としては FRB から発信される政策金利予想を無視するわけにはいかないのだから、率直に「分かりにくい」という思いは抱かれる。

なお、「ドットチャートはメンバーの平均的な予想を示しただけで政策運営を約束するものではない」という説明は過去にも何度も登場しているものであり、そのたびに「だとすれば何の意味があるのか」という批判的な論調が浮上している。後述するように、今回は経済見通し(SEP)が大幅に改善していることもあってドットチャートのタカ派傾斜は一段と勘繰られやすい状況にもあった。幸い、まだ中央値が動くほどの上方修正ではなかったので FRB の意図せざる方向に市場変動が起きてしまうということはなかったが、今後、テーパリングや利上げが現実味を帯び始めると政策決定、ドットチャート、SEP、議長会見の整合性が問われる場面が増えてくるのではないかと懸念はある。ドットチャート自体、金融政策戦略を見直す過程で適切に処理されるべきだったのかもしれない。

～2022 年以降はデュアルマンデート達成～

SEP については 2021 年が大幅上方修正となる一方、2022～2023 年は概ね横ばいという他の国際機関見通しなどから類推できるイメージに着地している。実質 GDP 成長率見通しは 2021 年に関し +4.4%から+6.5%へ大きく上方修正されているが、2022 年は+3.2%から+3.3%へ、2023 年は+2.4%から+2.3%へと軽微な変更にとどまっている。表はヘッドラインになる中央値ではなくメンバーの予想

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2021年3月時点

	2021	2022	2023	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	5.0～7.3 (0.5～5.5)	2.5～4.4 (2.5～4.0)	1.7～2.6 (2.0～2.5)	1.6～2.2 (1.6～2.2)
失業率 (12月時点)	4.0～5.5 (4.0～6.8)	3.2～4.2 (3.5～5.8)	3.0～4.0 (3.3～5.0)	3.5～4.5 (3.5～4.5)
PCEインフレ率 (12月時点)	2.1～2.6 (1.2～2.3)	1.8～2.3 (1.5～2.2)	1.9～2.3 (1.7～2.2)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	1.9～2.5 (1.5～2.3)	1.8～2.3 (1.6～2.2)	1.9～2.3 (1.7～2.2)	

(資料)FRB

レンジを見たものだが、2021 年の成長率見通しの下限が+0.5%から+5.0%に切り上がるなど、現状認識が様変わりしていることが分かる。その背景は言うまでもなくワクチン接種回数の積み重ねとこれに伴う感染状況の改善だろう。今の日本経済に最も欠けているものである。

当然、物価見通しも成長率と整合的に上方修正されており、個人消費支出(PCE)デフレーターに関し、2021 年が+1.8%から+2.4%へ大きく上方修正される一方、2022 年は+2.0%から+2.1%へ、2023 年が+1.9%から+2.0%へとやはり殆ど変わっていない。しかし、この上方修正によって予測期間を通じて PCE デフレーター(コアも同様)の予測中央値が+2%を超えるという絵図が完成したことになる。また、2022 年以降、失業率は自然失業率と見なされる長期失業率(4.0%)を実現することになっているので、2022 年以降の FRB は「デュアルマンデートを達成した状態で緩和をどれだけ継続するのか」という局面に入ることになる。FRB の「次の一手」を読むという意味ではこの点が最重要と考えられるが、それでも現状維持を貫くことがアベレージターゲットと整合的な運営だろう。会見でもパウエル議長はテーパリング実施の際には事前に十分なコミュニケーションを取る重要性を

強調しており、それ自体が QE3 の経験から得られた教訓だと述べている。

～為替見通しへの影響、2023 年以降もドル高？～

為替見通しを策定する上では、現状の FRB の情報発信 (23 年末まで現状維持) を大前提とするのが基本としても、米国の雇用情勢、とりわけ賃金情勢が著しく改善してくるようなことがあれば、やはり引き締め方向の調整に関心を示してくる可能性には備えておきたい。会見において雇用改善とインフレ高進の関係 (つまりフィリップス曲線の理論的な形状) についてパウエル議長は否定していたが、今回は未曾有の悪化と改善を繰り返す局面であり、賃金が非線形に上昇するような展開も完全に否定はできまい。もしそうなれば、政策運営にも影響を与えかねない。

もちろん、そのような可能性は今はまだリスクシナリオの範囲内であるが、今後のパウエル議長を筆頭とする FRB からの情報発信を踏まえつつ、メインシナリオに置き換わってくる展開も念頭に置かねばならない。そうすると 2022 年以降も円安・ドル高という方向感が現実味を帯びてくることになる。真っ当に考えれば、来年は米金利の上昇が見込めず、ドル安方向への揺り戻し起きるように筆者は考えるが、そうならない可能性も出てきているように感じられる。表向きは現状維持だが、強気は各所に潜み始めており、それが今後 1 年の見通し策定上、非常に重要な要素となりそうである。

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16日	FOMCプレビュー～ドットチャート&議長会見～
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の加速を示唆へ～
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～貿易均衡国という新常态～
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？～一過性のまやかし～)
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～
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	前門のプレグジット、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の振りがざす「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プ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&アフタートラブ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・プレグジット 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」 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	プレグジット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