

みずほマーケット・トピック(2021 年 6 月 17 日)

FOMC を終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～

6 月 15～16 日の FOMC は現行政策の維持を決定。日常をほぼ取り戻しつつある米国の状況と整合的に声明文もメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)もはっきりと上方修正された。バイデン米大統領が 3 月の演説で 7 月 4 日の独立記念日を目途に「ウイルスからの独立」とそれに伴う行動制限解除を宣言して以降、本欄では 6 月 FOMC 声明文におけるコロナ文言の削除とそれに伴うタカ派色の強まりがあると構えてきた。感染症と金融市場という一筋縄ではいかない相手を攻略して初めて可能になる展開だったが、米国はこれを本当に実現した。これまで市場で言われていた「8 月のジャクソンホール経済シンポジウムでテーパリングを示唆し、9 月に決定、10～12 月期に着手」というシナリオよりも、やや前倒しで事は進んでいる。パウエル議長はテーパリングに関し「議論することを議論した」と発言しており、ジャクソンホール経済シンポジウムでやるべき地均しは今回済ませてしまった印象。ワクチン無効化などのリスクシナリオが実現しない限り、円が実効ベースで下落する展開は当面継続するだろう。

～3 月演説からの戦略実現～

注目された 15～16 日の FOMC は現行政策の維持を決定した。前回まで声明文に言及されていた「The ongoing public health crisis continues to weigh on the economy」は削除され、代わりに「Progress on vaccinations will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy」が挿入されている。日常をほぼ取り戻しつつある米国の状況を踏まえれば、当然の修正だろう。もちろん、物価上昇に対する一時的との認識は変えておらず、緩和継続方針が確認されているものの、後述するように、景気見通しの改善はメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)の修正にはっきりと表れている。ちなみに、バイデン米大統領が 3 月の演説で 7 月 4 日の独立記念日を目途に「ウイルスからの独立」とそれに伴う行動制限解除を宣言して以降、本欄では 6 月 FOMC 声明文におけるコロナ文言の削除とそれに伴うタカ派色の強まりがあると構えてきた。感染症と金融市場という一筋縄ではいかない相手を攻略して初めて可能になる展開だったが、米国はこれを本当に実現した。それまでに多大なる犠牲を伴ったものの、適切な戦略と戦術がかみ合った上での結果であり、手放して称賛に値する状況だと言える。

～「議論することを議論する」で 8 月警戒は後退～

声明文の上方修正もさることながら、やはり注目はドットチャートの修正である。これまで市場で幅を利かせてきた「2023 年末までゼロ金利継続」はワクチンもなく、感染者を押さえる手立てがロックダウンしかなかった「悲観の極み」で形成されたコンセンサスである。そもそもドットチャート自体が政策運営を約束する代物ではない事実も踏まえれば、このタイミングでの上方修正は必然と言える。この点、「2023 年末までゼロ金利継続」が「2023 年中に利上げ着手」になることまでは市場予想の

範囲内だったが、今回示されたのは「2023 年中に利上げ 2 回」という予想中央値である。また、中央値ではないので騒ぐ必要はないものの、「2022 年中に利上げ 1 回」も 3 名から 5 名に、「2022 年中に利上げ 2 回」も 1 名から 2 名に増えている。金融市場が構えて

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2021	2022	2023	Longer run
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%
Jun-21	0.125%	0.125%	0.625%	2.500%

(資料)FRB

いたよりもややタカ派姿勢は強まったように感じられるし、だからこそ株価も下落したのだろう。

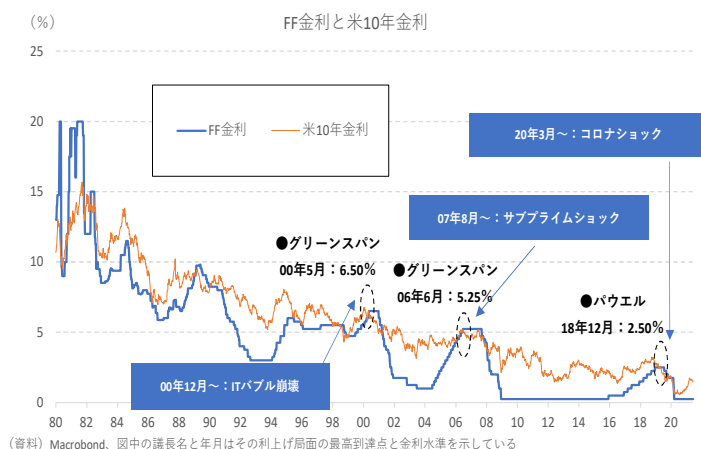
いずれにせよ、これまで市場で言われていた「8 月のジャクソンホール経済シンポジウムでテーパリングを示唆し、9 月に決定、10～12 月期に着手」というシナリオよりも、やや前倒しで事は進んでいるように感じられる。パウエル議長は会見でテーパリングに関し「議論することを議論した会合と受け取って貰っても構わない(You can think of this meeting as the talking-about-talking-about meeting, if you like)」と発言しており、ジャクソンホール経済シンポジウムでやるべき地均しが今回で済んでしまったという印象が抱かれる。ここまで言うておけば 8 月のジャクソンホール経済シンポジウムで多少踏み込んでも市場の動揺は抑制されるだろう。

～中立金利と利上げの最高到達点～

今後の問題は名目金利が再浮上した際の政策運営であり、年内に直面する公算が大きいと本欄では考えている。もちろん、長い目で見れば、長期金利は大して上がらないだろう。ドットチャートを見ても、上方修正された FF 金利予想とは異なり中立金利、すなわち目指すべき「利上げの終点」は 2.50% で変わっていない。大きなショックを経験するたびに利上げの最高到達点(すなわち当該局面にとっては終点)が切り下がってきた歴史がある(図)。

サブプライムショックやリーマンショックを経てゼロになった政策金利は 2018 年 12 月、現在想定されている中立金利である 2.50% までしか戻らなかった。真っ当に考えると、今回の最高到達点もよくて 2.50%、もしくはそれ以下になる可能性は高いように思える。

そして利上げの最高到達点は 10 年金利のそれとも概ね一致してきた経緯がある。そう考えると今後 2 年程度を見越した場合、10 年金利の上限は足許から +100bps 程度というイメージが得られる。しかし、円金利が動かない以上、それは日米金利差の 100bps 拡大を意味する。それと整合的なドル/円相場の方向感や水準感を検討することが適当なのだと筆者は考えている。『中期為替相場見通し』で示している今後 1 年以内に 115 円突破というシナリオはそうした前提に沿ったシナリオである。いずれにせよ年後半以降、日本から見れば、米国はもちろん、ユーロ圏と比べても経済・金融情勢に格差が拡大していくのはほぼ既定路線であり、円が実効ベースで▲5% 前後下落する



(資料) Macrobond、図中の議長名と年月はその利上げ局面の最高到達点と金利水準を示している

展開にそれほど違和感はない。本欄では繰り返し言及している論点だが、こうしたシナリオが崩れるとした場合、ウイルスの強毒化がワクチンの無効化を招きリスクオフムード一色となるような展開だろう。その意味でワクチンを備えた上で迎える今年の冬を無事越えられるのかどうか最大の注目点ではあるが、今はその心配をするだけの材料もなく、頭の片隅にとどめておきたい。

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.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6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントが否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーパリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーパリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に掂がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMC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