みずほマーケット・トピック（2021 年 7 月 29 日）

FOMC を終えて～「著しい進展」が視野に～

注目された FOMC では声明文が全般的に上方修正され、量的緩和の段階的縮小（テーパリング）を検討する姿勢も明記。足許ではデルタ株の感染拡大が先行きに影を落としており、今後も感染状況次第であることは確かだが、まずは「ワクチン接種に伴う景気回復を素直に評価する」という既定路線を歩むことが確認された格好。声明文では、量的緩和に関し「経済は目標に向かって進展を続けてきた。FOMC は今後複数回の会合（in coming meetings）で進展を見極めていきたい」との一文がフォワードガイダンス直後に付加されている。筆者はテーパリングに関し「早ければ 9 月、遅くとも 10 月に決定。12 月にスタート」という目線を持ってきたが、ここから大きく逸れることはやはりなさそう。とはいえ、パウエル議長会見を見る限り、予想以上にテーパリング着手が遅れる可能性も残されているようには感じられた。デュアルマンデートの解釈に関しては相応の裁量が容認されている状況。テーパリング越年リスクがドル/円の下値リスクに。

～既定路線を確認した格好～

注目された FOMC は政策金利と量的緩和（QE）にかかる現状維持を決定した。だが、声明文は全般的に上方修正され、量的緩和の段階的縮小（テーパリング）を検討する姿勢も明記された。例えば、ワクチン接種により経済が回復しつつあるという景気情勢の評価を行う冒頭の文章も、文意こそ変わっていないものの「COVID-19」という言葉が削除されている。景気見通しに関しても「The path of the economy continues to depend on the course of the virus」とされているが、これは前月まで「The path of the economy will depend significantly on the course of the virus」だった。従前ほどウイルスに左右されない経済になったという胸中が読める。足許ではデルタ株の感染拡大が先行きに影を落としており、今後も感染状況次第であることは確かだが、まずは「ワクチン接種に伴う景気回復を素直に評価する」という既定路線を歩むことを決めた格好である。

～「早ければ 9 月、遅くとも 10 月に決定」の目線は不変～

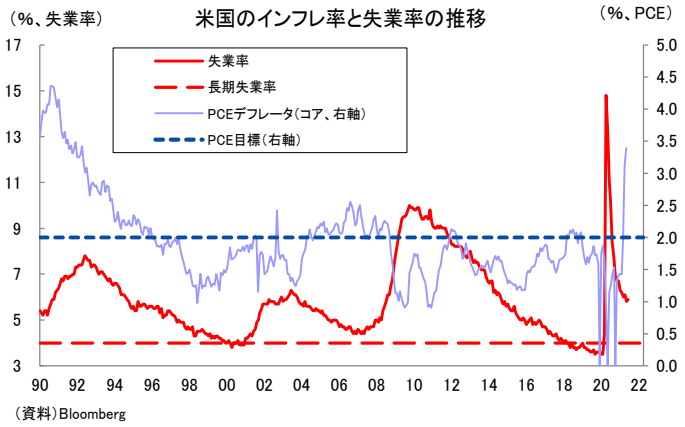
状況改善の結果として最も注目されていたテーパリングに関して、遂に声明文で示唆されている。昨年 12 月以来、FOMC 声明文では物価および雇用の動向が目標に向けて「さらに著しい進展（substantial further progress）」が見られるまで、資産買入れを現状のペース（国債は 800 億ドル/月、住宅ローン担保証券は 400 億ドル/月）で継続するとし、フォワードガイダンスを強化してきた。この点、今回の声明文では「それ以来、経済は目標に向かって進展を続けてきた。FOMC は今後複数回の会合（in coming meetings）で進展を見極めていきたい」との文章をフォワードガイダンス直後に付している。もちろん、複数回の会合の示唆する部分は曖昧だが、8 月のジャクソンホール経済シンポジウムを挟んだ残り 3 つの会合（9 月・11 月・12 月）のいずれかで決定すると考えるのが妥当であろうか。筆者は「早ければ 9 月、遅くとも 10 月に決定。12 月にスタート」という目線を持ってき

たが、ここから大きく逸れることはやはりなさそうである。過去の本欄でも議論したように、ここまでの展開が見えている中で、米金利が一方的に下がり続ける展開はやはり説明が難しく、引き続き下期以降は米金利の本格的な上昇とドル買いの地合いを予想しておきたい。

～FRB はデュアルマンデートをどうとでもできる状態～

もっとも、パウエル FRB 議長の会見からはテーパリングの決定および着手が想定以上にずれ込むリスクも感じられた。というのも、パウエル議長は「著しい進展」に関して「その段階にはない。そうした状況に達するにはまだ距離があると、われわれは考えている」と述べている。この「距離」が詰まってくるのは恐らくデュアルマンデート(雇用の最大化・物価の安定)が達成された時という理解になろうが、足許の FRB はデュアルマンデートの解釈を都合良く動かせる状況にある。

例えば、「雇用の最大化」に関してはそもそも何をもって最大とするかに関して定量的な目標があるわけではない。理論的には完全雇用(自然失業率)への到達と理解するのが自然だろう。この点、6 月に改訂された FRB スタッフ見通し(SEP)では自然失業率と見なせる長期失業率が 4.0%とされている。これに対し予測値は 2021 年が 4.5%、2022 年が 3.8%、2023 年が 3.5%なので、今後 1 年のうちに「雇用の最大化」は実現すると理解される。もっとも、長期失業率の推計値自体が幅を持って解釈すべき計数であることを踏まえれば、余裕を持った判断を主張するかもしれない。そうなれば 2023 年の 3.5%が視野に入るまで緩和を継続することもできる。真っ当に考えれば、雇用・賃金情勢は景気の遅行系列であるため、早めの引き締めが正当化されるはずであり、現実はそのように動いているが、雇用・賃金情勢に対する評価はハト派方向に修正される可能性も十分孕んでいる。それはテーパリング遅延要因となる。



一方、「物価の安定」も柔軟な解釈がまかり通る。昨日の会見でもパウエル議長は供給制約が終息すればインフレ圧力も退いていくとの立場を示しており、これが最もオーソドックスな主張と言える。だが、SEP ではコアベースの個人消費支出デフレーター(PCE)の予測(2021～2023 年)に関し、3.0%/2.1%/2.1%とされている。今年の上振れは一時的としても、今後 2 年間にわたってコア PCE が 2%を突破するのだから、やはり「物価の安定」も実現見込みと考えるのが妥当だろう。しかし、昨夏より採用されているアベレージ・ターゲットはアベレージ(平均)の対象期間が明記されているわけではない。少なくとも今年は昨年大幅に落ち込んだ分を取り返さなければならないのでアベレージ・ターゲットの枠組みで現状維持が示唆されるのは理解できるが、「2%を超える期間」をどの程度容認すれば、「物価の安定」が確かなものになるのか分からない以上、インフレ圧力が不十分であることを理由に 2022 年以降も緩和が継続されてしまう可能性も否めない。

基本シナリオは SEP を額面通り解釈し、「2022 年にデュアルマンデートが実現」であり、そうだとすれば今からテーパリングに着手し 2022 年に完了というのは妥当なシナリオだろう。2022 年はテーパリングと並行して利上げ時期の検討やコミュニケーションが始まるはずであり、やはり 2023 年に

1～2 回の利上げという展開が最も無難に見受けられる。これが基本シナリオのはずではあるが、上述するようにデュアルマンデートの解釈に相応の裁量が与えられている中で株式市場の乱高下などを問題視すれば、理由を付けて漫然と緩和が続けられてしまうリスクシナリオも捨てきれないものがある。例えばテーパリングの決定や着手が越年する場合、米金利は思うほど上がらず、ドル/円相場の見通しも切り下がることになる。

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に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7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版（「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～）
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年6月分）
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版（ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～）
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版（ 2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～）
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
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」～中長期的に拡がる「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	米金利に連られたユーロ圏金利～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？