

みずほマーケット・トピック(2022 年 4 月 7 日)

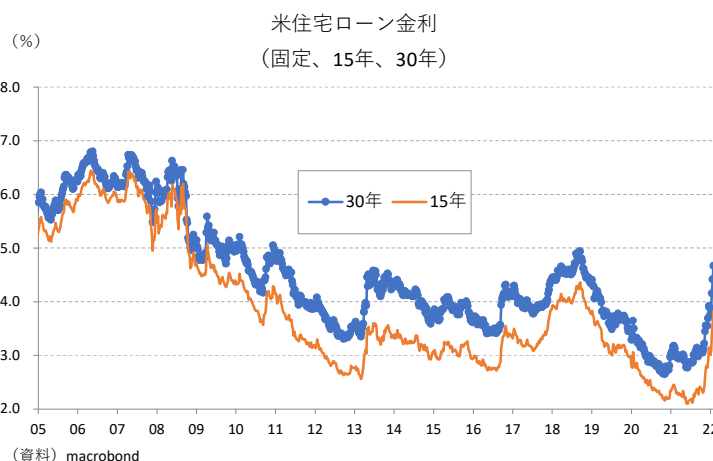
FOMC 議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～

FOMC 議事要旨(3 月 15～16 日開催分)は当面の正常化プロセスに関し、踏み込んだ内容が示された。具体的には 5 月会合における QT 開始および 50bps 利上げが宣言されており、正常化プロセスのギアが一段上がった印象。バランスシート縮小のペースでも合意されており、住宅ローン担保証券(MBS)に至っては償還ではなく途中売却も示唆されるなど、3 月会合時点の声明文では示されなかった重要な事実が数多く示されている。実体経済を考える上では、既に住宅ローン金利がリーマンショック後では経験がないほど急騰しており、これが景気動向に如何なる影響を持ってくるかは注目したい。なお、利上げ幅はウクライナ危機を案じて 25bps にとどまっていただけであり、次回が 50bps であることは既定路線。普通に考えればインフレ高進を懸念して 50bps に拡大されたものが、株価下落で元に戻るとは思えず、QT の方針も含め、今回の議事要旨は株価にとって相当厳しい内容になっている。為替市場への影響は、経験則に従えばドル安・円高を懸念し始める時期だが、もはや為替市場において「ドル安＝円高」の先入観は通用しない。日本側が顕著な変化を示さない限り、円安地合いは変わらないと筆者は考える。

～続々と明らかになる声明文では示されなかった事実～

昨日発表された FOMC 議事要旨(3 月 15～16 日開催分)は当面の正常化プロセスに関し、踏み込んだ内容が示された。量的引き締め(QT、議事要旨では runoff)と称される保有資産の圧縮に関しては「全ての参加者が前対比早いペースでの資産圧縮が来る会合(a coming meeting)で始まることで合意」と明記され、一昨日のブレイナード FRB 理事による発言が地均しだったことが分かる。しかもその金額が「米国債で 600 億ドル、住宅ローン担保証券で 350 億ドル、最大で計 950 億ドル」であることまで合意されている。ちなみに、上記文章の「a coming meeting」からは分かりかねるが、別の部分で「its upcoming meeting in May」と書かれており、5 月会合における QT 開始が実質的に宣言されている。5 月会合は利上げしつつ、QT も決定することになる。ここに至って正常化プロセスのギアが一段上がった印象である。

なお、QT のペースは正確には「950 億ドルを上限として償還を迎えた保有資産を再投資しない」という方針であり、この上限についても数人の参加者(Several participants)がもっと上限を引き上げてほしい、もしくは上限は無くても良いという意見まで出ている。この上限については、市場環境を踏まえつつ「3 か月かそれ以上の時間」をかけながら段階的に



調整されることでも合意されている。前後の文脈を踏まえれば、調整は引き上げを意味するのだろう。また、米国債の償還額が目標額(600億ドル)に届かない場合は短期国債(TB)の償還も活用することでも意見集約が進んでいることが分かっている。さらに、償還を通じた自然減に任せるとバランスシートにおける MBS の割合が高まることから、途中売却の可能性にまで言及があった。既に住宅ローン金利はリーマンショック後では経験がないほど急騰している(前頁図)。住宅価格の上昇とこれに伴う帰属家賃の上昇がインフレに寄与している実情を踏まえれば、FRB の企図した通りの展開ではある。だが一方、実体経済の減速は住宅投資の減少を起点とすることも多く(付随する耐久財ないし半耐久財消費が期待できるため)、今後の米経済を議論する上での要注意ポイントだろう。

総じて、3月会合時点の声明文では示されなかった重要な事実が議事要旨で多く示されており、今回の議事要旨が少なくない市場参加者にとってサプライズになったのではないかと。

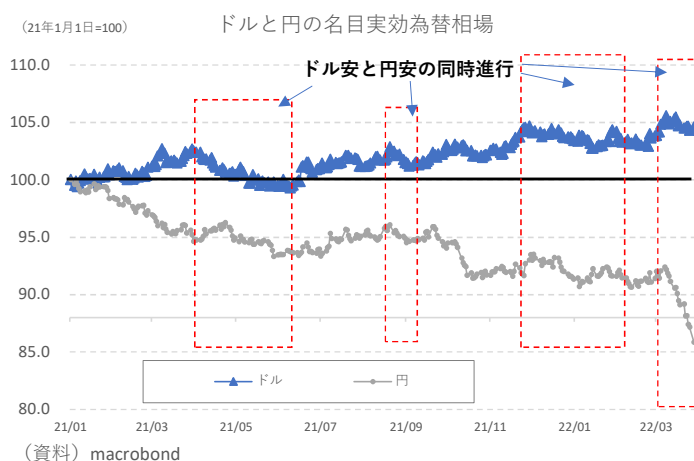
～株価にとっては容赦ない展開～

また、利上げに関しても目を引く記述があった。多くのメンバーは3月会合における50bpsの利上げを支持していたようだが、同時に、ウクライナ危機を背景とする短期的な不透明感の高まりを踏まえれば25bpsが適切との判断が下された模様である。昨日も言及したように、いったん50bpsに拡大されれば25bpsに戻すには相応の理由が必要になる。インフレ高進を懸念して拡大した以上、消費者物価指数(CPI)や個人消費支出(PCE)デフレーターが顕著に減速しなければ戻せないはずである。言い方を変えれば「どれほど株価が動揺しても利上げ路線はもちろん、利上げ幅も変わりそうにない」という株式市場にとっては厳しい現実を意味しているように思う。普通に考えればインフレ高進を懸念して50bpsに拡大されたものが、株価下落で元に戻る筋合いはない。金融政策は通常、1年程度のラグを伴って効いてくることを考えれば、需要縮小に伴いインフレが落ち着いてくることは当面期待できず、その間、株価は耐え忍ぶことを強いられる(もちろん、実際は資源価格が顕著に下落などしてくればインフレは減速するだろうが、それは金融政策の効果ではない)。いずれにせよ、3月下旬以降、値を戻してきた株価にとって相当厳しい方針が示されたように感じられる。

なお、議事要旨には全ての参加者(All participants)が物価安定のために必要な措置を取ることに関し、強いコミットメントと決定(their strong commitment and determination)を示したと念押しされている。何を脇に置いてでも重視されるのは物価関連の計数というのが当面の実情と見受けられる。

～それでも円安は継続へ～

ドル/円相場を見通す観点からは、以上のような断固たる正常化姿勢が実体経済の減速や株価の急落を顕現化させた時にどのような展開が期待されるかを考える必要がある。経験則に従えば、「利上げが始まる前までがドル買いのピーク」という従来のパターンが想起され、米経済の減速懸念と共にドル売りが強まってくることが予想される。しかし、本欄では繰り返し論じてい



るように、もはや為替市場において「ドル安＝円高」の先入観は捨てた方が良い。過去 1 年以上を振り返っても、ドル安と円安は同時に発生しており、しかも円安の方が早いペースで進んでいる（だからドル/円相場が続伸している）。今の円安が「ドル高の裏返し」ではなく、ある程度「日本売り」の色合いを伴っているという事実を踏まえた上で、今後の見通しを考えなければ展開を見誤る。今のところ、米 10 年－2 年金利の逆転が指摘されてからも円安地合いは変わっておらず、米経済のオーバーキル懸念がドル/円相場の下押し（ドル売り・円買い）に直結しているようにはやはり見えない。

むしろ、円安地合いを変えることができるならば米国の経済・金融情勢ではなく、日本のそれが顕著に変化した場合である。例えば日銀が本格的に正常化プロセスを検討するようなパラダイムシフトは反転の契機を窺っているドル/円相場にとって分水嶺になるかもしれない。総裁交代という大きなイベント共に政策転換が起きるならば、その可能性は小さいとは言えないだろう。

市場営業部
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
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分) 「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシスデミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は?～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドルリスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク?～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰報報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本場の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか?
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か?
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか?