

みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 19 日)

FOMC を終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～

注目された FOMC は年明け 1 月より、月間の債券購入額を現状の 850 億ドルから 750 億ドルへ縮小すること(俗に tapering)を決定。セットで期待されていたフォワードガイダンスの強化にも相応の配慮が見られた。声明文では見通しに係るダウンサイドリスクへの言及が消滅しており、これが株高に繋がった可能性。引き続き「tapering は tightening ではない」が FRB の本音と思われるが、日米欧三極で比べれば、中銀の出口への距離感に関し、日本とユーロ圏が相当遠く、米国が最も近いことに議論の余地は無い。為替はあくまで「相手がある話」であり、高い・低いは通貨間の相対的な価値比較でしかないことが重要。ドル/円相場に関しては「放って置けば円安」の地合いが金利、需給の 2 大ファンダメンタルズからみて相当確度が高い。

～買入れ額の1割減に7か月かかったFRB～

注目された17～18日のFOMCは年明け1月より、月間の債券購入額を現状の850億ドルから750億ドルへ縮小すること(俗に tapering)を決定した。具体的には米国債が450億ドルから400億ドルへ、住宅ローン担保証券(MBS)が400億ドルから350億ドルへ、計100億ドルの減額となる。同時に期待されていたフォワードガイダンスの強化に関しては、失業率の閾値修正こそ示されなかったものの「インフレが引き続き2%を下回ると予測される以上、失業率が6.5%を下回った後もしばらくは低金利を継続する」とのメッセージが付加されており、長めの金利を押し下げる配慮も示された(恐らくイエレン新議長への裁量確保という配慮もあったのかもしれない)。慎重な tapering とフォワードガイダンス強化のセットは、総じて市場期待に沿ったものであり、バーナンキFRB議長による会見内容もハト派色の強いものであったが、本日東京時間午前のドル/円は一時104.37円と年初来高値を更新し、2008年10月以来、約5年ぶりの高値を記録している。

今年5月22日のバーナンキ議長による議会証言で tapering の可能性が示されて以降、金融市場を振り回してきたテーマが7か月かかって漸く1つの節目を迎えたことになる。ただ、月間買入れ額を1割程度減らすだけでもこれほど大変な作業になるとはFRBも想定外だったことだろう。改めて非伝統的政策の撤収は極めて難しいことを認識させられた7か月間であり、日銀の量的・質的緩和に関しても、このFRBの経験を以って他山の石として貰いたいと感じる。

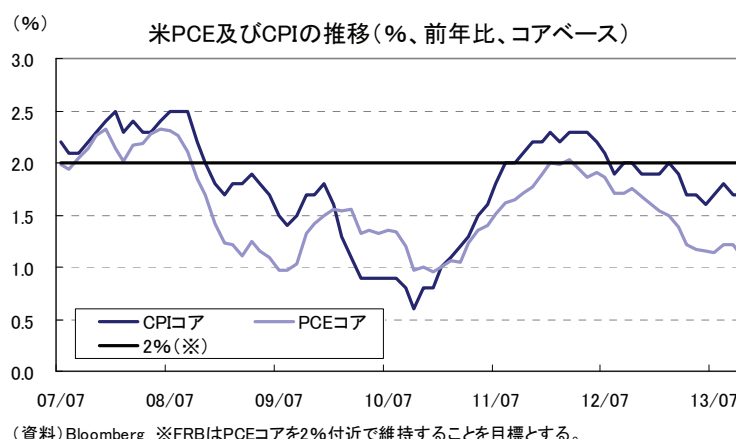
～先行きのダウンサイドリスクは消滅も物価に不安～

声明文を見ても、景気の現状判断や各需要項目など複数箇所で上方修正が窺えるが、tapering 決定にも拘らず、NYダウ平均が史上最高値を更新するなど株価が上昇した背景には、特に先行き見通し部分について明確な上方修正が行われた影響が強かったものと推測する：

- <前回> 委員会は、景気と労働市場の見通しに対するダウンサイドリスクが、秋以降、総じて後退しつつあると認識している (*The Committee sees the downside risks to the outlook for the economy and the labor market as having diminished, on net, since last fall*)
- <今回> 委員会は、景気と労働市場の見通しに対するリスクが概ね均衡していると認識している (*The Committee sees the risks to the outlook for the economy and the labor market as having become more nearly balanced*)

先行き見通しに関して、これまで「ダウンサイドリスクが減少中」と述べていたものが、「概ねバランスしている」となっており、要するにダウンサイドリスクの消滅に言及している。先行きに係るリスクが現時点では存在しないとの言い回しはかなり踏み込んだものだろう。

とはいえ、一方で、物価に関しては従来「中期的に2%へ向かって上昇していく」としていたものが「インフレが中期的に2%目標に向けて戻るかどうか今後の状況を注意深く観察する」と下方修正されており、足許1%付近まで落ち込んでいるコアPCEデフレーター動きへの懸念が



窺える(図)。金融正常化に走り出したFRBの先行きを阻むものがあるとすれば、このデフレーション傾向の悪化だろう。実際、バーナンキ議長は記者会見で最近の低インフレ傾向について「やや心配という以上のもの」と警戒を隠しておらず、この状況が続くならば、「当局は適切な行動を取る」と述べている。こうした物価見通しに対する警戒もあってか、FOMCメンバーの大勢が想定する利上げ時期は9月時点と比べ後ろ倒しになっている。

～2014年スケジュール:1会合につき100億ドル減額を想定～

物価判断こそ下方修正されたものの、先行き見通しの明らかな上方修正が今回のtapering判断に繋がったと考えられる。冒頭の確認となるが、以下がtaperingを判断する文言となる:

- <前回> 最大限の雇用に向けた一段の進展や労働市場環境の見通し改善を踏まえ、委員会は資産購入のペースをやや落とすことを決定した (*In light of the cumulative progress toward maximum employment and the improvement in the outlook for labor market conditions, the Committee decided to modestly reduce the pace of its asset purchases*)
- <前回> 1月より委員会は政府支援機関の住宅ローン担保証券の購入を毎月350億ドルと、従来の毎月400億ドルから減らし、期間が長めの米財務省証券については毎月400億ドルと、従来の毎月450億ドルから購入ペースを減速させる (*Beginning in January, the Committee will add to its holdings of agency mortgage-backed securities at a pace of \$35 billion per month*)

rather than \$40 billion per month, and will add to its holdings of longer-term Treasury securities at a pace of \$40 billion per month rather than \$45 billion per month)

今後のtaperingスケジュールに関し、バーナンキ議長は記者会見で「来年後半まで続くことになる」、「来年末までには終了できる」、「多分会合ごとに緩やかな縮小を継続する」、「景気減速などの事態に直面すれば会合1〜2回は縮小を見送ることもできる」等のメッセージを発している。2014年に8回のFOMCがあることを踏まえれば、残り750億ドルを8回の会合で処理していくことになるため、概ね今回と同様の100億ドルの減額が毎回決定されるイメージになる。だが、仮に2回の会合で縮小が見送られれば、どこかで皺寄せが来ることになり、ペースを保つならば年内終了のイメージはずれ込むことになる。現実的なオペレーションとしては月間50〜100億ドルの間で様々な減額幅をまぶしていく可能性があるだろう。いずれにしても「asset purchases are not on a preset course」と銘打っている以上、FRBとしてはtaperingスケジュールを如何様にでも修正できるわけで、2014年の金融市場はtaperingのスタート時期からその規模感へと論点が移ることになりそうである。

～確度が高い「放って置けば円安」～

バーナンキ議長の記者会見を見ていると、taperingスタートというタカ派色の強い決定を下しながらも、ひたすらハト派色を打ち出して、火消しに掛かっている印象を受けた。事実、買い入れは続くわけで、「taperingはtighteningではない」というのがバーナンキ議長の本音だろう。

ただ、そうは言っても日米欧三極で比べれば、中央銀行の出口（ここでは利上げと仮定）への距離感日本とユーロ圏が相当遠く、米国が最も近いことは議論の余地が無い。為替はあくまで「相手がある話」であり、高い・低いは通貨間の相対的な価値比較でしかない。FOMCの決定を受けてドル相場は急騰しているが、これは自然な反応である。むしろ、これまでtapering観測が強まりながらも全くドル買いが進まなかったことが不自然なのであり、その理由としてはフォワードガイダンスに係る失業率の閾値修正(6.5%→6.0%)などが念頭にあると思われた。今回、確かにフォワードガイダンスは強化されたが、数値を絡めたものではないことがハト派アピールに欠けたということなのかもしれない。いずれにせよ、今後、紆余曲折はあるだろうし、イエレン新議長の下でtaperingが当初のスケジュール感(2014年終了)より遅れることもあろう。ただ、それでもFRBが日銀やECBと全く違う道を歩き始めているのは確かであり、円に至っては巨大な貿易赤字を積み上げる局面が続いている(これからも続きそうである)。こうした状況下、ドル/円相場に関しては、「放って置けば円安」の地合いが金利、需給の2大ファンダメンタルズからみて相当確度が高いものとする。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp

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/backnumber.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計と年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いつく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくともも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いのか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は・・・東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジアンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年期国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追い～)
2013年7月24日	本邦6月貿易収支について
2013年7月23日	「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力はどこまで続くか～
2013年7月22日	週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～
2013年7月19日	週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)
2013年7月18日	参院選後の株・為替相場はどう動くか？
2013年7月17日	最近のユーロ圏貿易収支～「ネガティブなユーロ買い要因」～
2013年7月16日	フランスの格下げについて～取り残される経常赤字～
2013年7月12日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～「2年で2%上昇」の確度が意識される時～)