

みずほマーケット・トピック(2014 年 6 月 19 日)

FOMC を終えて～アップサイドリスクを考える時？～

FOMC は資産購入規模に関し、これまでから 100 億ドル縮小させ月 350 億ドルとする方針を決定した。声明文もほぼ完全に前回から据え置きとなっており、目新しさはない。FRB スタッフによる経済見通しも大きな驚きは無かったが、解釈が難しいのは金利見通し。目先 1～2 年に関してはタカ派色が強まる一方、長期金利見通しは引き下げられており、潜在成長率低下を示唆する格好でハト派色が強まった。相場を読むという観点からは目先 1～2 年のタカ派見通しが材料視されそうだが、イエレン FRB 議長の牽制発言が意識される中で今のところドル買いは盛り上がっていない。イエレン議長の発言で最も目を惹いたのは最近の低ボラティリティに対する警鐘で、ハト派なイエレン議長をして「バブルの芽」を感じさせる状況だとすれば、今後はダウンサイドだけでなくアップサイドへのリスクにも備える必要があるかもしれない。

～声明文、スタッフ見通し共に相場見通しに影響なし～

17～18 日に開催された FOMC は資産購入規模をこれまでの月 450 億ドル(米国債 250 億ドル、MBS200 億ドル)から月 350 億ドル(米国債 200 億ドル、MBS150 億ドル)へ 100 億ドル縮小させる方針を決定した。市場へのショックを最小限度に押さえる「慎重なステップ(measured steps)」で縮小を進める運営は大方の予想通りであり、このままいけば年内にFRBの量的緩和(QE)は終了する。声明文自体も景気の情勢判断において天候に起因する反動改善を言及したことを除けば、ほぼ完全に前回から据え置きであり、目新しさはない。

今回注目されたのはそうした政策決定ではなく改定されたスタッフ見通しとなる(表)。3 月時点と比較し、2014 年の成長率見通しは「2.8～3.0%」から「2.1～2.3%」へ大幅に下方修正された。これは 1～3 月期が大雪の影響によって予想外のマイナス成長に追い込まれた動きであり、一時的な下振れとの解釈が大勢である。2015～2016 年に関しては前回予想が据え置かれ

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2014年6月時点

	2014	2015	2016	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	2.1～2.3 (2.8～3.0)	3.0～3.2 (3.0～3.2)	2.5～3.0 (2.5～3.0)	2.1～2.3 (2.2～2.3)
失業率 (3月時点)	6.0～6.1 (6.1～6.3)	5.3～5.7 (5.6～5.9)	5.1～5.7 (5.2～5.6)	5.2～5.5 (5.2～5.6)
PCEインフレ率 (3月時点)	1.5～1.7 (1.5～1.6)	1.5～2.0 (1.5～2.0)	1.6～2.0 (1.7～2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	1.5～1.6 (1.4～1.6)	1.6～2.0 (1.7～2.0)	1.7～2.0 (1.8～2.0)	

(資料)米FRB

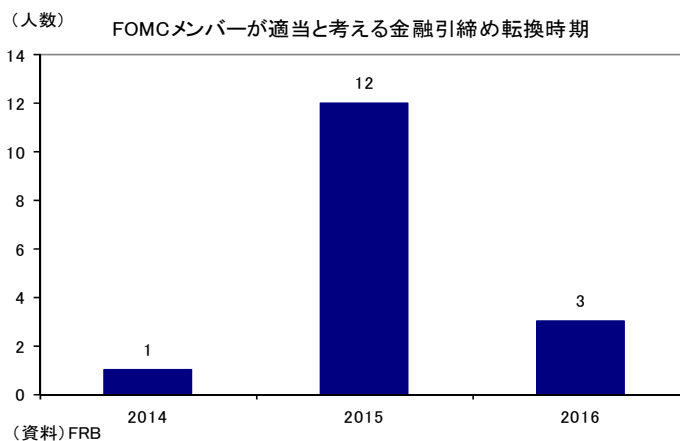
ており、堅調な回復シナリオが維持されている。ただ、潜在成長率を示唆する長期見通しが 3 月時点の「2.2～2.3%」から「2.1～2.3%」へ若干引き下げられており、これは後述する長期金利見通しの引き下げと平仄が合う。

一方、失業率は予測期間に亘って大幅に上方修正されている。「成長率見通しが下方修正されているのに、なぜ失業率見通しが上方修正されるのか」といった疑問は残るが、やはり想定外の失

業率低下の背景には労働力人口減少に伴う、予想の難しいテクニカルな影響もあるのではないかと推測される。いずれにしろ、成長率及び失業率見通しは市場参加者のドル相場への見通しに影響を与えるほど新味のある変更は見られていない。

～タカ・ハト両色が入り混じる金利見通し～

最も注目されるFOMCメンバーによるFF金利見通しについては、解釈が難しい内容となっている(図)。メンバー16人中12人が2015年中を予想しており、これに伴って2015年末時点のFF金利の予想(中央値、以下同)は3月時点の1.00%から1.125%へやや引き上げられている。さらに2016年末時点の予想は、3月時点の2.25%から2.50%と、利上げペースが加速する見通しとなっており、こ



うした部分だけを着目すれば今回のFOMCはタカ派的との評価に収まるものであった。

だが、長期のFF金利見通しは3月時点の4.00%から3.75%に低下しており、これが一連のタカ派的修正を打ち消した感が強い。本欄2014年5月13日号『米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～』では市場予想に反して上がらない米金利の背景として「①ウクライナ情勢等を背景に投資家のリスク許容度が縮小していること、②そもそも2013年半ば以降、米国債は売られ過ぎであること、③FRBの利上げは遙か先と思われること、④米国の潜在成長率低下に伴い均衡金利水準も低下していること」の4つを挙げたが、今回FRB自身が長期のFF金利見通しを引き下げたことは④を公式に認めたことに等しい。この点は明らかにハト派的な修正だった。

～イエレン議長の牽制発言が奏功しているのが現状～

金利見通しに関しては、短期と長期で解釈が分かれることになるが、市場参加者にとってみれば、目先1～2年のFRBの金利見通しがタカ派に傾斜したことが重要なはずで、ドル買い要因と解釈される筋合いにある。しかし、昨日のドル相場はむしろ軟調な印象すらあった。

これは、イエレン議長も会見で述べているように、金利見通しの予測分布図はあくまで「意見の相違の幅」であって、現実の政策運営と必ずしも連動しないという点が市場に理解されているからなのかもしれない。実際、会見においてイエレン議長は「QE終了から利上げ開始までの期間は決まっていない」と述べ、最近のインフレ指標の上振れについても一時的なノイズと割り切る姿勢を見せるなど、過度なタカ派期待を抑制する意図が見て取れる。あくまで声明文中で示される文言「雇用とインフレが責務に合致する水準に近づいた後も、経済状況は当面(for a considerable time)、FF金利の誘導目標を委員会が長期的に正常とみなす水準を下回るレベルに維持することを正当化する」を重視するのであれば、ドルの買い安心感は決して大きいとは言えないだろう。この点、イエレン議長の一連の牽制発言がしっかりと奏功しているとも考えられる。

～「バブルの芽」を気にし始めたイエレン議長～

なお、相場動向に関わるイエレン議長の発言としては、最近の低ボラティリティ傾向に関し「過度のレバレッジ構築や期間長めの証券保有増加、後に金融の安定への危険となり得るリスクテイク行為を招く可能性があるという点で、私と FOMC にとって懸念要因だ(18 日、ブルームバーグ)」と述べたことが目を惹いた。実質的には「バブルの芽」を指摘したものであり、足許の株高・債券高という歪(いびつ)な市場も過剰流動性に基づく見境の無いバブル的相場と考えれば確かに説明がつく。

例えば、ユーロ/ドルやドル/円のボラティリティは過去最低水準まで落ち込んでいる。ECB も日銀も「次の一手」が緩和と見られている以上、ユーロや円はドルに対して先安観が強いため、キャリー取引における調達通貨としての資質は十分有しているという見方もできる。本欄では繰り返し指摘しているが、実需の売り圧力が根強い円はともかく、構造的な通貨高要因が満載のユーロについてはそうしたキャリー取引などの投機主導の展開とならない限り、基調的な下落は難しいと思われる、恐らく ECB もユーロキャリー取引誘発によるユーロ安を願っている節がある。「バブルの芽を助長することが ECB にとって最も都合の良いシナリオ」という状況は留意しておきたいところである。

ハト派なイエレン議長をして「バブルの芽」を感じさせるほど現在の低ボラティリティ傾向が過剰なところまできているのだとすれば、株価や為替といった自己相関を強めやすい資産のトレンドはもう転換点に入っている可能性もある。だとすれば、これまでのようなダウンサイドリスクだけでなく、アップサイドリスクも見通しのシナリオに考慮する必要が出てきているのかもしれない。

以 上

国際為替部
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。

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/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かれ難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～買上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ含意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
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～
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	「アスムセンナ政策理事会」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