

みずほマーケット・トピック(2014年7月14日)

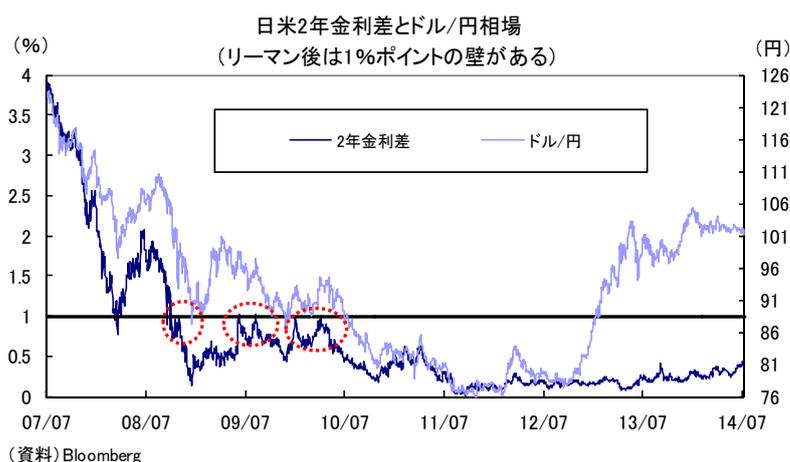
FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？

ドル/円相場は強い米経済指標を受けても上昇しなくなりました。今後の焦点はその都度の「米経済指標の強弱」ではなく、それが「利上げに直結するか否か」にシフトしていると考えた方が良さそう。非常に強い6月雇用統計にも拘わらず、ドル買いが盛り上がりなかったのも、それがFRBの正常化プロセスに大きな影響を与えないとの判断があったとすれば合点がいく。だが、FRBはなぜ現在の経済状況に満足していないにも拘わらず、タカ派的な議論を展開しようとするのだろうか。恐らくその背景には「将来への備え」という意味合いがありそう。循環的な不況が訪れた際に備え、1枚でも多くのカードを貯めておきたいのが本音と思われるが、そうした政策運営の難易度は決して低くない。こうした論点は金利面からのサポートなしでも需給面から底堅いドル/円よりも、構造的な通貨高で騰勢を強めやすいユーロ/ドルにとって重要という印象。

～利上げを「近未来のイベント」と見るか否か～

今月3日(木)に公表された米6月雇用統計が極めて強い結果となったにも拘わらず、ドル/円相場は上値を追うことが叶わなかった。それどころか、先週俄かに高まった欧州での金融不安などが手伝い、水準を切り下げる流れとなっている。強い米経済指標に応じて、日米金利差は相応に拡大しているものの、新たな局面に突入したと言えるほどの水準には至っておらず、それゆえに円安・ドル高のモメンタムが掴めない状況が続いている。

結局、市場が利上げを「近未来のイベント」と捉えない限り、金利差とドル/円を巡る議論は盛り上がりえない可能性が高い。目先のちょっとした金利差拡大・縮小から針小棒大に相場観を議論することには慎重でありたい。例えば、ドル/円相場との相関の高さがしばしば注目される日米2年金利差は先週11日(金)時点で0.38%ポイントまで拡大しているが、これは直近ピークでありな

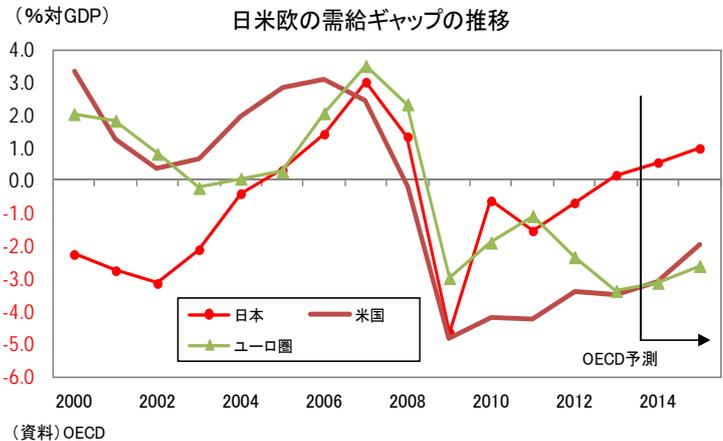


がらも、リーマンショック後の壁である「1%ポイント」には程遠い(図)。日米金利差を巡って「今までとは違う何か」が発生する局面に入ったと言えるのはまだ先だろう。要するに市場は「所詮、FRBの利上げはまだ先」と高を括っているのが現状と見受けられる。それゆえ、今後の焦点はその都度の「米経済指標の強弱」ではなく、それが「利上げに直結するか否か」にシフトしていると考えた方が良さそう。6月雇用統計が前月比で30万人弱の増勢を実現したにも拘わらず、ドル買いが盛り

上がらなかったのも、それが FRB の正常化プロセスに大きな影響を与えないとの判断があったとすれば合点がいく。

～雇用統計一辺倒からの変化～

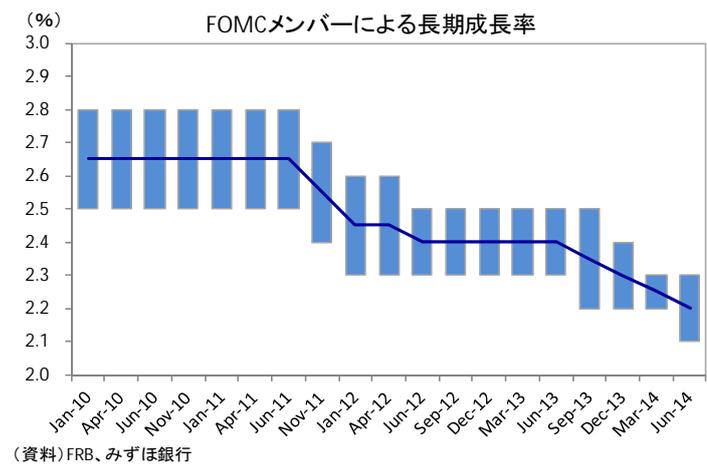
なお、強い 6 月雇用統計の結果がさほど相場の楽観を生まなかった背景として賃金の伸びが限定的であったことを指摘する向きがあった。今後、このような視点が重視されてくるのだとすると、市場は経済指標の中でも特に物価動向から正常化プロセスに係る期待形成を行っていきそうである。この点、雇用統計一辺倒だったムードが変わるという意味で重要だろう。実際、6 月 17 日に公



表された米5月消費者物価指数(CPI)が前月比0.4%上昇と2013年3月以来の大きな伸びとなり、食品・エネルギーを除くコアベースに至っては同0.3%上昇と2011年8月以来の大きな伸びとなった際には、ドル相場は強く買い進められた。とはいえ、6月FOMC後の記者会見でイエレンFRB議長は「例えばCPIなど最近の指標はどちらかといえばやや高い水準にある」と認めながらも、「統計にはノイズがある」と述べ、基調的な動きとしてはまだ認めていない。OECDが5月に更新したGDPギャップを見ても米国のデフレギャップはまだ大きいものであり(図)、恐らくFRBもこうした経済状況を念頭に入れているものと推測される。

～「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？～

今後、FRBは遅々たる歩みながらも、利上げを目指すだろう。だが、賃金の伸びが芳しくなく、マクロ全体のインフレ率も上振れリスクが認められないという現状にあって、なぜFRBは tapering を粛々と実施し、出口戦略の具体論まで踏み込もうとしているのだろうか(現時点でもリバースレポによる「予行」を行っている)。図示されるように、潜在成長率と見なされるFOMCメンバーが抱く長期成長率は確



実に目線が下がっており、これに応じて必要とされる政策金利も明らかに切り下がっていると思われる。こうした状況でタカ派的な議論が進捗することの蓋然性は中々見出し難いものがある。

現状に大きな自信がないにも拘らずタカ派的な言動を見せる理由として、「将来への備え」という意味合いがあることは否定できない。今後、リーマンショック級と言わずとも、想定外の外的ショックが発生した場合、バランスシートの規模が巨大で金利も限界まで下がっている状態だと、切れるカ

ードがごく限られてしまう。その場合は再びバランスシートの拡大路線が再スタートし、苦労して着手した出口戦略も再度練り直しを余儀なくされるだろう。また、そうした特殊なショックに限らずとも、実体経済は循環するものであり、程度の差こそあれ、不況は一定の間隔で必ず訪れる。大なり小なり、再び緩和策が要求される日はどうしても到来するものだ。その時のためのカードは1枚でも多い方が良い。FRBの本音は、そのような観点から、「将来への備え」を盤石にしたいというものであり、ラフに言えば「将来の利下げ」のために「今の利上げ」をやりたいということではないだろうか。現状への評価と言動が今一つ合致しないことも、それならば頷ける。ただ、こうした思いからは「アクセルを踏みながらブレーキを踏む(短期金利を上昇させながら、長期金利を抑制する)」というイールドカーブの形状を求めることになりそうであり、その政策運営の難易度は決して低くなさそうである。

ドル/円相場の観点からは容易に米金利が上昇しないという点で上値の重さを意識させる論点である。だが、元より需給が売りに傾斜し、金利面からのサポートなしでも底堅いドル/円相場よりも、構造的な各種通貨高要因に悩まされているユーロ/ドル相場の方がこうしたFRBの政策運営の煽りを食らいそうである。

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7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
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?～
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躓いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEUと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・株式相場について～
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～OPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～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～)