

みずほマーケット・トピック(2014 年 8 月 21 日)

FOMC 議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～

昨日公表された FOMC 議事要旨(7 月 29～30 日分)はタカ派色の強い内容で利上げを前倒しする可能性も示唆された。本当に早期利上げに至るか否かは脇に置いて、そのような議論が出てきていること自体、日銀や ECB との圧倒的な距離感を示すものとして注目せざるを得ない。10 月の tapering 終了を機に、2007 年以降、7 年間に亘って続いてきた緩和局面が変化を迫られているという意味で、現在は緩和措置に関し、「終わりの始まり」に差し掛かっていると言える。問題は今秋以降に固めなければいけない利上げへの道筋に関し、市場との対話を首尾よく進めることが出来るのかどうか。バーナンキ前 FRB 議長が経験した混乱が繰り返される恐れも。年内の上値目途に関しては『中期為替相場見通し』で示す 108 円(年末着地 104 円)を現段階では据え置く。

～「終わりの始まり」を前に～

昨日の為替相場は FOMC 議事要旨(7 月 29～30 日分)の内容を受けてドル相場が騰勢を強める展開で、一時対円では 103.85 円、対ユーロでは 1.3255 をつけた。既に報じられている通り、内容に関してはタカ派と解釈する向きが多く、本当に利上げを前倒しするか否かは脇に置いて、そのような議論が出てきていること自体、日銀や ECB との圧倒的な距離感を示すものとして注目せざるを得ない。10 月の tapering 終了を機に、2007 年以降、7 年間に亘って続いてきた緩和局面が変化を迫られているという意味で、今は緩和措置に関し、「終わりの始まり」の前に立っていると言える。

～デュアルマンドートの達成近づく～

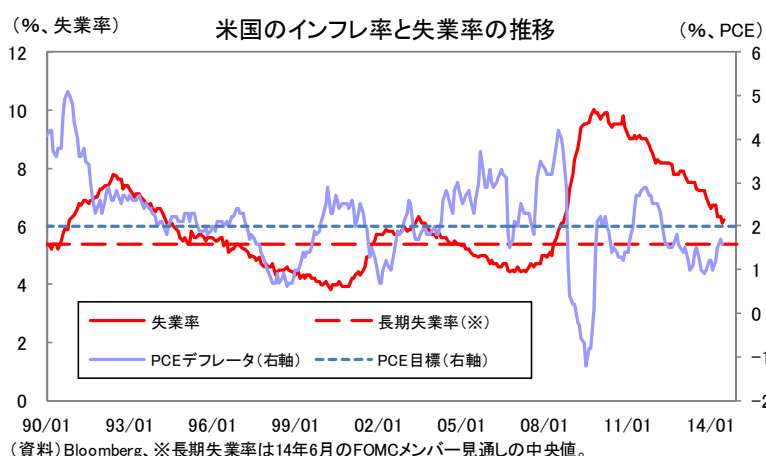
今回、議事要旨で最も注目されている部分は以下の箇所である：

- 参加者は労働市場の状況やインフレが最近になって委員会の長期目標に接近していることで同意し、その多くはそうした動きが続くものと予想した (*participants generally agreed that labor market conditions and inflation had moved closer to the Committee's longer-run objectives in recent months, and most anticipated that progress toward those goals would continue*)
- さらに、多くの参加者は委員会目標への収斂が予想以上に早いものとなった場合、金融緩和は現在想定しているよりも素早く引き上げることが重要になるかもしれないと指摘した (*Moreover, many participants noted that if convergence toward the Committee's objectives occurred more quickly than expected, it might become appropriate to begin removing monetary policy accommodation sooner than they currently anticipated*)

7 月声明文において「経済活動の見通しと労働市場にとってのリスクは概ね安定しているとみられ、

インフレ率が目標の2%を恒常的に下回り続ける可能性はやや減った」と記載されたことにも現れるように、FOMC は明らかに「雇用の最大化」と「物価の安定」のデュアルマンデート(2つの責務)が達成されつつあることを意識し始めている。

図示されるように PCE デフレーターは直近6月分で前年比1.6%上昇、失業率は7月分で6.2%となっており、それぞれ望ましいと思しき水準(前者は2%、後者は5.4%程度)にかなり接近している(図)。こうした現状を踏まえれば、デュアルマンデートの達成が予想以上に早いペースで進行し、それゆえに早期の利上げが必要になるとの議論が盛り上がっても不思議ではない(むしろ自然である)。利上げ自体の実現可能性に関しては議論があろうが、そのような方向に状況が変化している以上、為替市場参加者は円売り・ドル買いで反応せざるを得ない。



～7月声明文。労働に係る部分に議論あり～

失業率に関しては7月声明文で「広範な労働市場の指標は労働資源の活用不足が激しいことを示している」とわざわざ文言を追加し、依然として低い労働参加率や伸びない賃金動向を注視する必要性を喚起している。ある意味でこれが市場の早期利上げ観測を牽制する役割となっていたし、FRBも恐らくそれを期待していたものと推測される。だが、労働市場に関し、その背後で交わされていた議論はかなりタカ派色が強いものであったように見受けられる。今回の議事要旨では労働市場について、以下のような議論の跡が見られている：

- 参加者は、過去1年の労働市場の状況や累積的な改善は予想以上のものであり、長期的に見て正常と言えるところまではっきりと近づいたとの見方で概ね同意した (Participants generally agreed that both the recent improvement in labor market conditions and the cumulative progress over the past year had been greater than anticipated and that labor market conditions had moved noticeably closer to those viewed as normal in the longer run.)

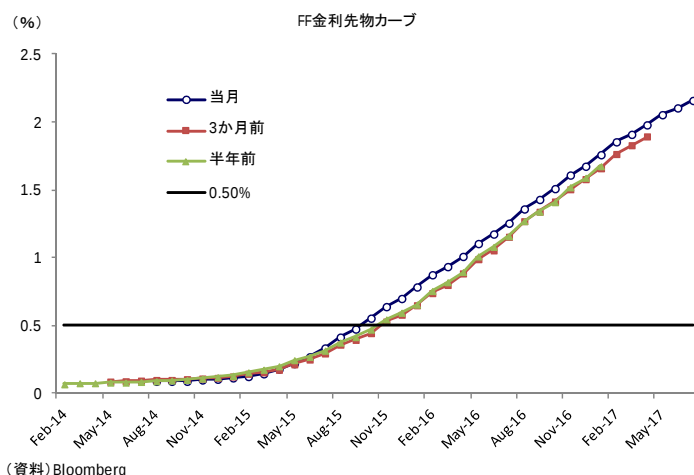
「労働資源の活用不足が激しい」との文言を追加した裏では改善が予想以上に強いことに関し、同意が得られている。また、より驚きなのはその追加された文言自体に既に疑義が唱えられているという事実である。当該部分が長いので引用は避けるが、「労働資源の過少利用への懸念を示す新たな文言は誤解を招く恐れがあるかもしれない」との声が見られ、多くのメンバーが「近いうちに変更しなければならないかもしれない」とも述べている。結論的には声明文で示されたようなヘッジ文言が採用されたわけだが、その判断は簡単なものではなかった様子が伝わってくる一幕である。

市場の大勢は「そうはいつでも失業率はまだ高め」、「労働参加率は歴史的に見れば非常に低め」、「賃金の伸びはまだ低め」などと思いながら緩和継続を期待する向きが多そうだが、上述のよ

うな FOMC 議事要旨を見る限り、そのような見方が果たしてどの程度盤石なものかは自信がなくなってくるのも事実である。

～年内の上値見通しは据え置き～

もちろん、多くの参加者は「最初の FF 金利引き上げに関する適切なタイミングは、経済活動や労働市場、物価上昇率に関する今後の動向次第」と述べており、決して早期利上げを望んでいるわけではないことを強調している。FF 金利先物から読み取れる利上げ期待も議事要旨を受けて若干前倒しされたとは言え、依然として来年 8～9 月程度のイメージに止まっている(図)。これはこうしたヘッジ文言を考慮した結果でもあろう。昨日の NY ダウ平均が上昇で引けたのも「早期引き締めはない」との思いが根底にあると思われる。



(資料) Bloomberg

そう考えると、為替相場だけがやや前のめりの反応となっているという感は確かに否めない。ただ、冒頭述べたように、今が 7 年間続いてきた緩和局面の「終わりの始まり」なのだと考えれば、ドル買いは必然の動きとも言える。例えば日米金利差に着目すれば、「拡大するか否か」はもはや論点ではなく「いつ、どの程度拡大するか」を考える段階に入っている。元より、需給面での円売り傾斜が甚だしい現状を踏まえれば、ドル/円相場における昨日からの上昇がそれほど行き過ぎたもののだとは言いきれない面もある。そもそも年度当初から殆ど動いていない経緯を思えば、この程度の値動きは均せば穏当なものである(年初はもっと高値を見ている向きが多かったはずだ)。

問題は今秋以降に固めなければいけない利上げへの道筋に関し、市場との対話を首尾よく進めることが出来るのかどうかである。上述したように、市場の多くは、利上げを 1 年以上先と想定し、差し迫った現実とは見ていない。こうした状況下、FRB の正常化プロセスに伴って、ドル/円が 105 円以上を値固めするには、バーナンキ前 FRB 議長が経験したような混乱を今一度通過する必要があるかもしれない、その際に上値は押さえられる可能性がある。年内の上値目途に関しては、『中期為替相場見通し』で示す 108 円(年末着地は 104 円)を現段階で変更する必要はないと考える。

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。

¹ 2014 年 7 月 31 日発行の『中期為替相場見通し』をご参照下さい。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～畳み掛けのような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～「さくらレポート」などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
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～賃上げ犠牲の果てに～
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～