

みずほマーケット・トピック(2014年8月25日)

イエレン FRB 議長講演～「見たいように見る」相場～

ワイオミング州ジャクソンホールの年次シンポジウムで行われたイエレン FRB 議長の講演は、タカ派的との受け止めが優勢だが、先週公表された FOMC 議事要旨と同様、基本的にはタカ・ハト両論併記の内容であり、改めてドル買いを加速させる材料であったのかどうかは疑問が残る。各市場の受け止めを整理すると為替はタカ派でドル買い、株と債券はどちらかと言えばハト派で高値維持(金利は低位安定)と分かれており、各々が「見たいように見る」相場になっているのが現状。ただ、株や債券が従前の解釈を引き継いで小動きに止まった一方、議事要旨が公表されて以降、短期間の内にドル買いにベットした(賭けた)為替に関しては短期的な調整を警戒したい。講演原稿を見て思うことは、「確たることは分からないのだ」というイエレン議長の本音である。

～方向感がついているのは為替だけ～

前週末の為替相場はドル相場が連騰の展開となり、一時、対円では 104.40 円台、対ユーロでは 1.32 を割り込む動きが見られている。注目されたイエレン FRB 議長講演をタカ派的に解釈する向きが多かった結果だが、後述するように、基本的には両論併記の内容であり、先週の FOMC 議事要旨以上のメッセージが見られたわけではない。今が米金融緩和の「終わりの始まり」であることは確かであるにせよ、行き過ぎた動きには揺り戻しが付きものであることは留意しておきたい。事実、金利や株は殆ど反応しておらず、方向感がついているのは為替だけである。この点も後述するが、所詮は各市場の参加者が「見たいように見ている」相場であり、確信に基づいた動きとは言い難い。

～現在は「見たいように見る」相場:ロールシャッハ・スピーチ～

先週 22 日(金)、ワイオミング州ジャクソンホールの年次シンポジウムで行われたイエレン FRB 議長の講演は、「どちらかと言えばタカ派的」との受け止めが優勢だが、先週 20 日(水)に公表された FOMC 議事要旨と同様、基本的にはタカ・ハト両論併記の内容であり、改めてドル買いを加速させる材料であったのかどうかは疑問が残る。講演原稿で注目されたのは「労働市場の改善もしくはインフレの加速が委員会の現在の予想よりも大きく、結果としてデュアルマンドへの収斂が早く進む場合、FF 金利引き上げは委員会が現在期待するよりも早くなり、その後も一段と加速する」といった部分であり、これがヘッドライン上では「早期利上げも辞さず」といった趣旨に落とし込まれ、タカ派的な解釈の下、ドル買いの動きに繋がっている。

だが、この発言の直後には「もちろん、経済のパフォーマンスが予想よりも失望的であり、目標への進捗が予想よりも遅い場合、金利の将来見通しは我々が現在予想しているも緩和的なものになる」とも続けられている。要するに景気次第という当然の話をしているだけであり、どうとでも取れる。各市場の受け止めを整理すると為替はタカ派でドル買い、株と債券はどちらかと言えばハト派で高

値維持(金利は低位安定)と分かれており、各々が「見たいように見る」相場になっているのが現状だろう。臨床心理学の世界では、被験者にインクのシミを見せて何を想像するかを述べて貰い、そこから当人の性格分析を行うロールシャッハ・テストと呼ばれものがあるが、先週 22 日(金)付の英 FT 紙は「Janet Yellen's Rorschach speech (ジャネット・イエレンのロールシャッハ・スピーチ)」と題したコラムを掲載している。今回の講演から得られる含意は各市場参加者によって異なっている。

ただ、株や債券が従前の解釈を引き継いで小動きに止まった一方、FOMC 議事要旨が公表されて以降、短期間の内にドル買いにベットした(賭けた)為替に関しては短期的な調整を警戒すべきかもしれない。既に先週 19 日(火)時点で IMM 通貨先物取引に見られる投機筋のドル買いは 289.1 億ドルと昨年 7 月以来の水準に積み上がっているが¹、これは FOMC 議事要旨及びジャクソンホールシンポジウム以前の数字であり、足許ではもっと膨らんでいるだろう。ドル買いペースにはやや性急な印象も否めない。

～結局は「分からない」が本音～

もちろん、わざわざ「利上げ前倒しも有り得る」と断ったこと自体は重く見るべきとの指摘はもつともである。また、ハト派的な見方を支える「失業率は下がったが労働参加率は低いまま」との論点に関し、イエレン議長が「昨年来の労働参加率の横這いは部分的には就労意欲を喪失した労働者が、著しい雇用市場環境の改善を受けて、再び労働力人口に加わってきたことを反映しているかもしれませんが。だとすると、労働参加率の循環的な低下は和らいだのかもしれませんが」などと述べていたことは要注意であり、この点からも確かにややタカ派色の強まりを感じる。

しかし一方で、イエレン議長は「FRB の開発する労働市場状況指数は著しく改善しているものの、昨年来の失業率低下は全体を過剰評価しているかもしれません」と述べ、最近の失業率低下を額面通り受け止めることに関し、慎重な姿勢も隠していない。また、しばしば話題に上る「残されたスラックの程度(the degree of remaining slack)」についても、その評価は幅広い計数に基づくべきで、難しい判断を要求される(そして常に修正されるリスクもある)と述べている。その上で、仮にスラックが正確に分かったとしても、それだけがインフレ率を完璧に規定するわけでもなく(そうであれば中銀はインフレ率だけを見て政策を調整すれば良い)、特に今次回復局面においては賃金動向が勢いづく前に動けば良いのか、それとも自然失業率の上昇を背景としてもう大きなスラックがないとの理解に立ち、迅速な引き締め動くべきなのかは判断に迷うとの思いも吐露している。要するに、「確たることは分からないのだ」というのがイエレン議長の本音なのだろう。

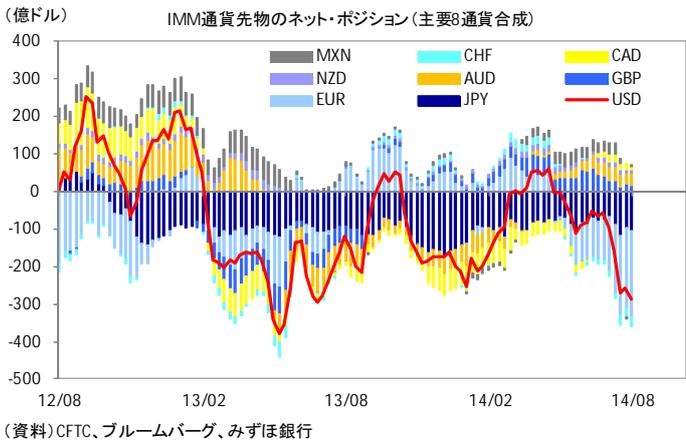
～ドル買い自体は正しいにしても～

繰り返しになるが、日銀や ECB を巡る次の論点が追加緩和のタイミングであるのに対し、FRB のそれが利上げ開始のタイミングとなっているのは確固たる事実である。FRB の緩和が「終わりの始まり」の局面に入ってきたと思われる以上、現時点で円やユーロを手放してドルを買う動き自体に違和感はない。要は程度問題であり、先週の FOMC 議事要旨で生じたドル買いをさらに加速させるほどのインパクトが今回の講演にあったかと言えば、それはやや気掛かり、というのが筆者の認識である。また、ユーロに関しても対ドルでの売り持ち高は先週 19 日(火)時点で 231.1 億ドルと 2012 年 7 月

¹ 2014 年 8 月 25 日『IMM 通貨先物のポジション動向 (2014 年 8 月 19 日時点)』をご参照下さい。

24 日以来の水準まで膨らんでいるが、それがロシア・ウクライナ問題やそれに呼応した追加緩和までを当て込んだ動きだとすれば、やはり調整は警戒したいところである(明日以降の本欄で議論するが、ドラギ総裁のジャクソンホール講演

は殊更ユーロ圏と米国の格差を強調するものであり、これがユーロ売りを後押しした部分もありそうである)。いずれにせよ、米金融政策の変化に対するリアクションに関し、ドル買いが正答であることは間違いないが、他市場を置き去りにして急に先走った分、逆方向の動きは想定した方が良いでしょう。なお、図示されるように対ドルで売られている通貨は円とユーロの 2 通貨に集中しているのが現状である(スイスフランも売り持ちだが円やユーロの 10 分の 1 程度の水準)。



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。