

みずほマーケット・トピック(2014年9月18日)

FOMC(9月16~17日)を終えて

9月のFOMC声明文及びイエレンFRB議長講演は従前のFRBスタンスを確認するものであり、ドル/円相場を1円押し上げるほどの内容であったとは思えない。だが、先般のサンフランシスコ連銀報告書の件もあって、SEPにおける金利見通しが大きく前倒しになったことが積極的に織り込まれ、これがドル全面高に繋がっている。ドル/円相場は遂にリーマンショック以前の高値水準を回復しており、スコットランド独立などが決定した場合、ポンド/ドルの急落経路で早晚110円に到達することも否めない情勢。過去1か月弱の上昇過程では、買い遅れた本邦輸入勢の買いが相応に押し上げたとの指摘も多く、この点で今回の円安はある程度ホームメイド(国産)という側面もありそう。だが、本当に重要なことは今後確実に進むだろう円安との付き合い方であり、本日も榊原経団連会長から現水準での安定を求める発言が報じられている。

～遂にリーマンショック以前の水準を回復～

16~17日にかけて開催されたFOMCでは声明文におけるフォワードガイダンス文言、「相当な期間(considerable time)」が残され、冒頭の労働市場のスラックを指摘する文言も残された。むしろ、物価判断などを踏まえれば声明文自体はハト派的な修正も見受けられた。しかし一方で、スタッフ経済見通し(SEP: Summary of Economic Projections)における経済・金利見通しにおいて、前回6月よりも速いペースでの利上げ想定が明らかになっており、少なくとも為替相場や債券市場はこの点を材料視した格好である。また、声明文に合わせて「政策正常化における原則と計画(Policy Normalization Principles and Plans)」なる指針が公表されており、この点も為替市場や債券市場におけるタカ派的解釈を後押しした模様である。とはいえ、指針の存在自体はサプライズであったとしても、内容は議事要旨で議論されたものと重複しており、大きな新味はない。

声明文、SEPそしてイエレンFRB議長講演を受けたドル/円相場は本日東京時間午前中に108円台後半まで上昇しており、遂にリーマンショック以前の円安水準を回復している。だが、NYダウ平均に関しては上昇で引けていることから、株式市場に関しては「相当な期間(considerable time)」が残存したことを材料視したことになる。「各市場が解釈したいように解釈する」という状況は8月のFOMC議事要旨(7月29~30日開催分)やジャクソンホール講演の時と全く変わっておらず、会見におけるイエレン議長会見も従前通り、両論併記の域を出ていない。

～声明文にはハト派的な修正も～

上述したように、声明文については「相当な期間(considerable time)」や「労働市場の様々な指標は労働力の活用が依然極端に低い状態にあること示す(a range of labor market indicators suggests that there remains significant underutilization of labor resources)」といった注目の文言が

維持されており、政策金利の調整が早晚行われるようなイメージはない。また、物価に関しては、前回の「インフレは委員会の長期目標にある程度接近している (Inflation has moved somewhat closer to the Committee’s longer-run objective)」といった表現から、今回は「インフレは委員会の長期目標以下で推移している (Inflation has been running below the Committee’s longer-run objective)」と表現へ若干下方修正されており、この点はむしろややハト派な印象を受ける。昨晚公表された米 8 月消費者物価指数 (CPI) は市場予想を下回る伸びに止まっており、米 8 月雇用統計における賃金情勢も緩慢なものになっていたことから、物価に関して慎重な見方が示されるのは自然である。

その他、見通し判断を含め、殆ど前回 7 月分を踏襲するものであり、声明文だけを捉えた場合、ドル/円相場の水準を 1 円持ち上げるだけの内容であったとは言えない。

～議長会見はジャクソンホール講演と同じ両論併記～

こうした現状維持のトーンはイエレン議長会見も同様であり、ジャクソンホール講演同様、徹頭徹尾、両論併記が意識されていたように思われる。ヘッドラインでは「想定よりも早い時期に、より急ピッチの利上げも」といった旨がイエレン議長の発言として報じられ、これがドル買い材料となっている節もありそうだが、正確には「目標達成に向けた進展が加速すれば、現在の想定よりも早い時期に、より早いペースで利上げする公算が大きい。だが、その逆もあり得る」といった趣旨の発言である。金利見通しに関し、「どっちも有り得る」といったメッセージは再三強調されており、くれぐれも誤解をしないように念押ししているように見受けられた。また、サンフランシスコ連銀報告書で話題になった利上げ時期の想定に関する FRB と市場の乖離に関しても、「正直申し上げて、かい離が存在するかどうか完全には分からない」と述べており、踏み込んだ発言を避けている。

なお、注目されるフォワードガイダンス文言についても「『相当な期間』をカレンダーベースで理解するのは誤りである。あくまで経済情勢によって変わり得るものであり、条件次第の概念である」と述べている。要するに何も分からないし、決まっていないし、約束もしない、ということである。声明文同様、議長会見からもドル/円相場が急騰する材料は見出し難い。

～ドル買いのドライバー：金利見通しと正常化への指針～

こうした味気ない声明文や議長会見にも拘わらず、ドル全面高の動きが演出されたのはひとえに SEP で示されたメンバーの金利見通しに拠るものである。2015 年末時点の金利見通しは中央値で 1.375% (6 月 : 1.125%)、

各年末の政策金利見通し

FOMC Date	2014	2015	2016	2017	Longer run
Sep-13	0.25%	1.00%	2.00%	n.a.	4.00%
Dec-13	0.25%	0.75%	1.75%	n.a.	4.00%
Mar-14	0.25%	1.00%	2.25%	n.a.	4.00%
Jun-14	0.25%	1.125%	2.50%	n.a.	3.75%
Sep-14	0.125%	1.375%	2.875%	3.75%	3.75%

(資料)FRB

2016 年末は 2.875% (6 月 : 2.50%) と、それぞれ前回から上昇しており、今回から見通しに加えられた 2017 年は 3.75% と長期金利見通しに到達する構図となっている。とはいえ、これまで何度も確認されているように、SEP におけるメンバーの金利見通しと FRB の政策運営方針はリンクするものではなく、これらの前倒しが政策運営をタカ派的に解釈する理由には厳密にはならない。

また、冒頭述べたように、こうした金利見通しに加えて、今回は「政策正常化における原則と計画」の指針が公表されている。基本的には議事要旨で提起された論点が整理されているものであり、利上げは超過準備への付利 (IOER) を中心としてリバースレポ・プログラム (RRP) も補助的に活用しながら、FF 金利誘導目標レンジを切り上げていくとの方針が再確認されている。その中で、敢えて目新しい論点を挙げるならば、「資産売却は行わず、再投資停止は利上げの後に始める」との方針が明確化されたことは新規の決定ではあった。ただ、「再投資停止は利上げの後」は議事要旨において元々多数派と見られていたスタンスであるため、殊更材料視することにも違和感はある。

～スコットランド独立なら早晚 110 円もあるが・・・～

このように基本的に今回の FOMC をもって FRB のスタンスが大きく変わったということは全くなく、SEP における金利見通しがドル買いの材料として都合良く使われただけという感は否めない。また、過去 1 か月弱の上昇過程では、買い遅れた本邦輸入勢の買いが相応に押し上げたという指摘も多く、この点で今回の円安はある程度ホームメイド (国産) という側面もありそう。

水準に関しては、リーマンショック後の高値である「108 円」をブレイクしたことで 1 つの達成感が生じて不思議ではないが、昨日の本欄でも述べたように、企業物価ベース購買力平価の 10% オバーシュート水準が 109 円であることを踏まえれば、とりあえずそこまでの上昇は想定したい。仮に、スコットランドが独立を決めるようなことになれば、ポンド/ドルの急落から 110 円も視野に入るだろう。過去 1 か月弱で 7% 近くも上昇したことを思えば、どこかで押し目はありそうだが、ユーロ/ドルが ECB サイドからの力づくの安値誘導も加わって一段安となりやすいことなどを考えると、ドル/円のリスクはやはり上と考えて差し支えない。

だが、本欄では執拗に議論している論点だが、日本全体として本当に考えなければならないことは、108 円や 110 円といった目先の水準ではない (企業単体としてはもちろん目先の水準は重要である)。過去の本欄¹でも議論したことはあるが、もう心配しなくても円安は進む。本当に重要なことは、今後確実に進むだろう円安を所与にどのような経済・金融政策運営を試みるかであり、具体的には交易条件の悪化を止めるような施策を練ることが早急に求められる。本日も榊原経団連会長の「107～108 円は適正水準。この水準で安定を (ロイター)」といった発言が報じられているが、この類の要人発言は今後頻発してくる可能性がある。FRB の金融緩和がいよいよ「終わりの始まり」を迎えるのは、こうした論点を考える良い契機と捉えたい。

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。

¹ 本欄 2014 年 9 月 12 日号『必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～』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.mizuhoibank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」〜心配しなくても円安は進む〜)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて〜伸び悩み実質GDI〜
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて〜官製相場の様相を呈してきたユーロ相場〜)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて〜日米2年金利差からの推計値など〜
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー〜最大の注目点は声明文?〜
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下〜財政が嫌なら介入のみ〜
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」〜驚きずくめのジャクソンホール講演〜
2014年8月25日	イェレンFRB議長講演〜「見たいように見る」相場〜
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず〜俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計〜)
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〜
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〜宣明掛けるような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	格差が開始し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(「事故的なイベント」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?〜ブ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	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
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ざる〜
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〜裏は投げられた。始まる為替市場との心理戦〜)
2014年5月8日	イェレンFRB議長講演証言について〜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〜