

みずほマーケット・トピック(2014 年 10 月 9 日)

FOMC 議事要旨(9 月 16～17 日開催分)を受けて

FOMC 議事要旨(9 月 16～17 日開催分)では、何人かのメンバーが「海外経済が減速し、その結果として相対的なドル相場上昇が起きることは米国の輸出やインフレ率にとって逆風になる」との認識を露わにしており、為替相場が金融政策運営に如何なる影響を及ぼすのかという論点は今後重要になりそう。また、注目されるフォワードガイダンス文言「相当な期間(considerable time)」については、「多くの参加者(A number of participants)」がそれを変更することが誤解を招き、金融状況が不本意に引き締まると考えている模様であり、今月末にも文言を削除するとの見方はやや分が悪い印象。こうした議事要旨を踏まえれば、利上げを急ぐ理由は見当たらないが、だからと言って、ドル/円相場の見通しが変わるわけではないという点も忘れてはならない。

～「ドル高を阻むもの」が顕現化～

昨日の為替相場はドル買いが強まっていたところ、FOMC 議事要旨(9 月 16～17 日開催分)のハト派寄りの内容を受けて反落する展開が見られており、対円では 108.70 円台から 108 円ちょうど付近、対ユーロでは 1.2650 付近から 1.2750 付近へ激しい値動きとなっている。緩和継続への確信を強めた株式市場は急伸しており、NY ダウ平均は前日比 274.83 ドル高と年初来最大の上げ幅で引けている。本欄 2014 年 9 月 29 日号『ドル高を阻むもの』ではドル高シナリオの障害として、①過去、利上げ直後にドル急落の傾向が強かったという経験則のほか、②米国サイドからのドル高牽制を指摘したが、昨日の議事要旨は②に相当する材料と受け止められている。先般の IMF 世界経済見通しなどにも現れるように、世界経済の減速が鮮明になる中であって、果たして米国だけが利上げに踏み切って良いものかどうかという戸惑いは多少なりとも強まっているのかもしれない。

～ドル高への懸念～

ドル高牽制と思しき表現としては、具体的に、以下の部分が注目された：

- 海外経済活動の見通しを議論する際、参加者は先行きの不透明感とリスクについてコメントした。前回会合からの間に、ドル相場は対ユーロ、円そしてポンドに対して上昇した。何名かの参加者はユーロ圏の成長率やインフレが継続的に低下することはドル相場の更なる上昇に繋がり、米国の対外経済部門に悪影響を及ぼすと懸念を表明した (During participants' discussion of prospects for economic activity abroad, they commented on a number of uncertainties and risks attending the outlook. Over the intermeeting period, the foreign exchange value of the dollar had appreciated, particularly against the euro, the yen, and the pound sterling. Some participants expressed concern that the persistent shortfall of economic growth and inflation in

the euro area could lead to a further appreciation of the dollar and have adverse effects on the U.S. external sector.

- また、何名かの参加者は日本や中国の経済減速、そして中東やウクライナにおける予期しないイベントが同様のリスク(≒米対外経済部門への悪影響)を惹き起すと付け加えた。同時に、2～3名の参加者はドル相場の上昇はFOMCのゴールである2%に向かって緩やかに上昇するインフレ率も減速させる傾向があるかもしれないと指摘した (*Several participants added that slower economic growth in China or Japan or unanticipated events in the Middle East or Ukraine might pose a similar risk. At the same time, a couple of participants pointed out that the appreciation of the dollar might also tend to slow the gradual increase in inflation toward the FOMC's 2 percent goal*)

煎じ詰めれば、「海外経済が減速し、その結果として相対的なドル相場上昇が起きることは米国の輸出やインフレ率にとって逆風になる」というメッセージである。ドル相場の上昇がFRBの正常化プロセスに従って発生したことを踏まえれば、やや自己矛盾の感は否めないが、結局のところ「海外経済が減速している時に米国だけが突出した正常化路線を突き進むことが無理筋である」という事実直面しているということなのだろう。なお、昨日はエバンス・シカゴ連銀総裁の「海外の不振を背景に、ドルが他の通貨に対し上昇し、純輸出のさらなる圧縮を招く事態となりかねない」、「一段のドル高になれば輸入物価低下でインフレ率が押し下げられ、2%のインフレ目標に向けた進展を遅らせることになろう(8日、ブルームバーグ)」といった発言が報じられており、議事要旨の内容とほぼ被るが、このような見方をしている参加者が同総裁を含め複数名(some)存在するということは興味深い(少なくともあと1名はダドリーNY連銀総裁と思われる)。

こうした状況下、為替相場が金融政策運営に如何なる影響を及ぼすのかという論点は今後重要性を増してきそうであり、この点、今月中にも発表が見込まれる為替政策報告書の注目度は高い。

～フォワードガイダンス削除は誤解を招く可能性～

なお、注目されるフォワードガイダンス文言「相当な期間(considerable time)」については、以下の部分がハト派的な解釈を後押ししたと思われる：

- 何名かの参加者は、リスクマネジメントの観点から、現在のフォワードガイダンスは適切との考えを示した。それにより、十分過ぎるほどの慎重さをもって、委員会の責務達成への持続的進展を示す追加的な証拠を待つのが賢明と提案した (*some participants saw the current forward guidance as appropriate in light of risk-management considerations, which suggested that it would be prudent to err on the side of patience while awaiting further evidence of sustained progress toward the Committee's goals*)
- 多くの参加者はフォワードガイダンスの変更は政策スタンスの根本的変化と解釈される恐れがあり、その結果として金融状況が意図せざる引き締めに陥る可能性があると指摘した (A

number of participants also noted that changes to the forward guidance might be misinterpreted as a signal of a fundamental shift in the stance of policy that could result in an unintended tightening of financial conditions)

こうした議論を見る限り、フォワードガイダンス文言が今月末(28～29日)に削除されるとの見方はかなり分が悪くなったように思われる。「多くの参加者(A number of participants)」がフォワードガイダンス文言の変更が誤解を招き、金融状況が不本意に引き締まると考えている以上、少なくとも当該部分を完全に削除するというハードルは高いと考えるべきだろう。もちろん、フォワードガイダンス文言を残すことで、本来は「データ次第(data dependent)」で運営しているFRBの政策が「約束(commitment)」だと誤解される恐れを指摘する声も出ているが、上述のドル高懸念も踏まえれば、やはり今月末というタイミングは如何にも拙速に思われる。

今回の議事要旨ではフォワードガイダンス文言と共に注目される労働市場のスラックを懸念する文言「underutilization of labor resources」については大きな含意はなかったが、好調だった9月雇用統計においても労働参加率は1978年以来の水準まで低下し、賃金も下落した。この部分も今月末のFOMC声明文では維持される可能性が高い。

～だからといってドル/円相場の見通しは変わらない～

以上のような議事要旨を踏まえれば、FRBにとって利上げの緊急性はないという解釈に落ち着くが、だからと言って、アップサイドを見込むドル/円相場の見通しが変わるわけではない。今週の本欄¹でも述べたように、もはや(部分的なスラックは認められるにせよ)雇用者数変化という「量」の観点に照らせば、米国はもはや危機を脱した感が強く、この点で利上げはいつ着手されても不思議ではないという見方も成り立つ。日米金融政策格差という点で比較しようもない差がついていることは揺るぎない事実である以上、円安・ドル高の基本シナリオも確度が高いものと考えべきだろう。今回見られたような(ハト派寄りの)情報発信は恐らく今後も断続的に予想されるが、その都度、ドル/円相場にとっては貴重な押し目が訪れているのだという意識を強く持っておきたい。

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 10 月 6 日号『米 9 月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～』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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経歴則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
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～伸び悩む実質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投収益などについて
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	イエレン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～畳み掛ける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国際と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	格差が出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	国際収支や対内外対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を広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～