

みずほマーケット・トピック(2014 年 10 月 30 日)

FOMC 声明文を受けて(10 月 28～29 日開催分)

28～29 日に開催された FOMC は資産購入額を 100 億ドル減額し、量的緩和(QE)の終了を決定。米金融政策はいよいよ「終わりの始まり」が意識される局面に入ることになる。今回の声明文のポイントは①世界経済の下振れリスクに言及しなかったこと、②労働市場のスラックに係る文言が削除されたこと、③インフレ期待が下方修正されたこと。③は意外ではないが、①や②は市場の想定よりタカ派的と言って差し支えない印象。特に②が注目を集めているが、資産買い入れ規模の縮小・停止が元より「労働市場の著しい改善」を前提としており、このタイミングで労働市場への評価が前進することは自然という見方も。なお、③に関し、金融政策正常化に伴うドル高がインフレ率に与える影響に関し、FRB がどの程度重く見るかというのは今後の注目点。今回の声明文を受けても、利上げ時期への予想は変わらず、ドル/円の 110 円台復帰は 10 月雇用統計以降へ。

～予想対比タカ派であったものの～

28～29 日に開催された FOMC は市場予想通り資産購入額を 100 億ドル減額し、量的緩和(QE)の終了を決定した。バーナンキ前 FRB 議長からイエレン議長に託された最大のミッションとも言える QE 終了が決定され、米金融政策はいよいよ「終わりの始まり」が意識される局面に入っていくことになる。また、10 月に入ってから米株急落や FRB 高官の言動を踏まえれば、今回声明文はハト派色が強まるのではないかと考えられていたが、労働市場のスラックに係る文言が削除され、やや評価が前向きになる修正が施されるなど、どちらかと言えばタカ派色が強まったように思われる。これを受けてドル相場は上昇しており、対ユーロで 1.2631、対円では 108.97 円をつける動きが見られている。とはいえ、インフレ期待の低下を仄めかすハト派な表現が付加されていることを踏まえると、市場予想対比でタカ派であったことは事実にはせよ、依然としてハト派色の方が強めである実態は大きく変わっていないのではないかと考えたい。

～FOMC 声明文:ポイント 3 点～

今回の声明文のポイントは①世界経済の下振れリスクに言及しなかったこと、②労働市場のスラックに係る文言が削除されたこと、③インフレ期待が下方修正されたこと、ではないかと思われる。③は意外ではないが、①や②は市場の想定よりタカ派的と言って差し支えないだろう。

10 月を振り返れば IMF 世界経済見通しの下方修正が市場で材料視され、これが米株を筆頭とする世界的な株安のトリガーになったとさえ言われた。しかし、下方修正されたのは主にユーロ圏や日本であり、米国はむしろ上方修正されていたことを踏まえれば、あくまで米国の「物価安定」と「雇用最大化」を責務とする FRB としては、これを殊更気にかかる必要はないという判断なのかもしれない。具体的に、IMF が今月公表した見通しによれば、2014 年/15 年の成長率見通しに関し、ユ

一〇圏は▲0.3 ポイント/▲0.2 ポイント、日本は▲0.7 ポイント/▲0.2 ポイントと大幅下方修正となる一方、米国は+0.5 ポイント/0.0 ポイントとなっており、米国一強の構図が鮮明な結果となっている。

～②労働市場のスラックに係る文言削除について～

今回最も注目されている②に関しては、相応の意外感があった。ミスコミュニケーション回避の観点から、「相当の期間(a considerable time)」の表現と共に、労働市場のスラックに係る文言「幅広い労働市場関連の指標は、活用されていない労働資源が著しく残っている(a range of labor market indicators suggests that there remains significant underutilization of labor resources)」も、記者会見付きの 12 月会合までは温存されるというのが市場見通しの大勢であった。

だが、そうした予想に反し、今回は「幅広い労働市場関連の指標は、労働資源の未活用が次第に改善していることを示している(a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources is gradually diminishing)」と明確に当該表現が上方修正されている。さらに、それ以前には「雇用者数は着実に増え続け、失業率は下がりつつある(with solid job gains and a lower unemployment rate)」との表現も付加されていることも踏まえれば、FRB の労働市場に対する評価は大分前進したと考えて差し支えないだろう。

もちろん、資産買い入れ規模の縮小・停止が元より「労働市場の著しい改善」を前提としていたことを踏まえると、QE 終了を宣言するこのタイミングで労働市場の評価を強めに前進させたことは当然ではある。だが、依然として労働参加率が歴史的な低水準にあって、賃金の伸びも停滞していることを踏まえれば、あくまでスラックは gradually な diminishing と述べるに止めたということだろう。裏を返せば、「労働資源の未活用」は減ってはいるものの残存はしている、という状況は不変である。

～③下方修正されたインフレ期待について～

前回 9 月声明文ではインフレ率に関し、「インフレ率は委員会の長期目標を下回る水準にとどまっている(Inflation has been running below the Committee's longer-run objective. Longer-term inflation expectations have remained stable)」との表現がハト派的として注目された。今回はその状況が「物価上昇は FOMC の長期目標を下回る水準が続いている(Inflation has continued to run below the Committee's longer-run objective)」と追認された上で、「市場ベースでのインフレ率は幾分か落ち込んでいるが、サーベイ(アンケート等)ベースの長期インフレ期待は安定した状態を維持している(Market-based measures of inflation compensation have declined somewhat; survey-based measures of longer-term inflation expectations have remained stable)」と加えられている。市場ベースのインフレ率(e.g.BEI 等)は下がっていても、ミシガン大学消費者信頼感指数などにおけるインフレ期待は安定しているとされており、前月までは見当たらなかったインフレ期待下振れへの警戒が現れたことは注目したい。この点、ハト派的な修正と理解して差し支えないだろう。

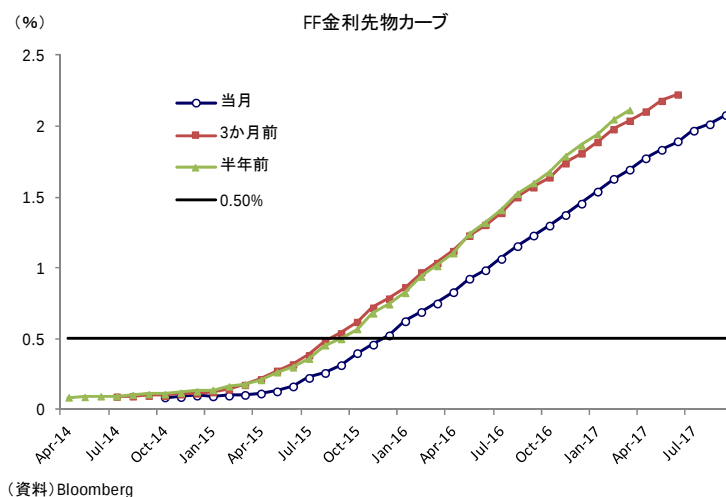
本欄でも幾度か議論しているが、今後は米国の金融政策正常化に伴うドル高がインフレ率に与える影響(下押し圧力)に関し、FRB がどの程度重く見るかというのが論点になってくる可能性がある。この点、今月 15 日(水)に公表された為替政策報告書は明らかにドル高容認であるが¹、FOMC 議事要旨では既にドル高を警戒する議論の跡が見られ、声明文にもこの一端が現れ始めている。

¹ 本欄 2014 年 10 月 17 日号『米為替政策報告書について～ドル高容認か?～』をご参照下さい。

日銀や ECB において、為替が金融政策運営に強い影響を与える事例が散見されている中で、米国もその例に漏れず、同様の振られ方をしてしまうのかは注目しておきたい。

～市場の利上げ期待は大して変わらず～

冒頭述べた通り、これらの結果を受けて、ドル相場は素直に上昇しているが、利上げ時期が著しく前倒しになったわけではなく、依然として 2015 年 10 ～12 月期との予想が大勢である。これで年内の米金融政策を巡っては12月のスタッフ見通し並びにイエレン議長記者会見までは大きな動きは想定し難い時間帯に入りそうである。声明文を受けて 109 円直前までドル/円相場は上昇しているものの、利上げ時期の前倒しを確信させるほどの材料に乏しい中で、110 円台復帰は早くても 10 月雇用統計(11 月 7 日)以降に持ち越しではないかと思われる。



(資料) Bloomberg

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.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28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
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～経験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～量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	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～