

みずほマーケット・トピック(2014 年 12 月 18 日)

FOMC(12 月 17～18 日開催分)を終えて

16～17 日にかけて開催された FOMC は現状維持を決定。注目された「相当な期間(considerable time)」は金融政策の正常化を始めるまで「忍耐強く待つ(be patient)」との表現に置き換えられた格好だが、これは厳密には「前回の声明と合致する」と述べられている。この結果、「相当な期間」の意味する時間軸が済し崩し的に短縮化されたようにも感じられ、イエレン議長の巧妙さ(悪く言えばずる賢さ)を感じるどころ。重要なことは、時が経過しながらも「2015 年 6 月以降に利上げ」という市場のコンセンサスがほぼ変わっていないことであり、結果として FRB は非常に巧く出口への距離を詰めている印象。会見からは最速 4 月の利上げも想定されるが、ドットチャートなどから読み取る限り、来年 9 月の利上げスタートが最も無難な予想となりそう。ドル/円見通しに変更なし。

～巧妙に詰められる出口への距離感～

16～17 日にかけて開催された FOMC は現状維持を決定した。注目された声明文における利上げまでの期間に係る文言「相当な期間(considerable time)」は金融政策の正常化を始めるまで「忍耐強く待つ(be patient)」との表現に置き換えられた格好だが、これは厳密には「前回の声明と合致する(consistent with its previous statement)」と述べられている。イエレン FRB 議長も会見で「新たな文言はわれわれの政策の意図が変化したことを示すものではなく(中略)現行の FF 金利の目標誘導レンジを「相当な期間」維持することが適切になる、としていたこれまでのガイダンスと完全に一致するもの」と述べている。平たく言えば、「前回から大きな変化なし」が額面通りの解釈になる。

これに対する金融市場の反応は均一ではなく、為替と債券についてはタカ派的解釈に応じてドル買い、金利上昇の流れとなっているが、株式はハト派的解釈に応じて急伸している。いずれにしても FRB の金融政策に関し各市場が「見たいように見る」という相場つきは今夏のジャクソンホール講演以降、幾度も見られてきたものであり、その意味では夏から解釈が進歩していないということにも見える(但し、株式についてはここ数日の原油やロシアを巡る混乱の中で売られ過ぎてきたことの反動もあるだろう)。しかし、時が経過しながらも「2015 年 6 月以降に利上げ」という市場のコンセンサスは不動であり、結果として FRB は非常に巧く出口への距離を詰めている印象である。

～原油下落は一時的な効果と割り切る～

足許の原油価格下落が招くディスインフレ懸念が正常化プロセスの障害と成り得るとの懸念については、あくまで一時的な効果(the transitory effects)であり、時の経過と共に消失(dissipate)していくと整理されている。会見においても、イエレン議長は「石油産業にとって厳しいが米国経済全体ではプラス」とのスタンスを示しており、基本的には従前の高官発言(フィッシャーFRB 副議長やダドリーNY 連銀総裁)と整合的である。むしろ原油価格下落のもたらすリスクとしては、ディスインフレ懸

念よりもロシアを筆頭として新興・資源国の混乱にどの程度繋がりが得るのかという点が注視されるべきなのだろう。この点、ロシアを巡る危機は未だ全く収束したとは言えず、昨晚からの楽観ムードが持続可能なのか不安は抱かれるし、これに応じた円高方向への修正も警戒したいところではある。

～利上げ時期について～

利上げ時期に関しては、会見においてイエレン議長が「参加者の殆どが 2015 年内の利上げを想定している」と述べていることにも表れるように、スタッフ見通し (SEP : the Summary of Economic Projections) で示されるドットチャートでは、17 名中 15 名が 2015 年末時点の FF 金利を 0.50% 以上 (つまり最低 1 回の利上げ) と予想している

最初の利上げ時期

FOMC Date	2014	2015	2016
Sep-13	3人	12人	2人
Dec-13	2人	12人	3人
Mar-14	1人	13人	2人
Jun-14	1人	12人	3人
Sep-14	1人	14人	2人
Dec-14	-	15人	2人

(資料)FRB

(より具体的には 0.5%～0.75% が 2 名、0.75%～1.00% が 4 名、1.00%～1.25% が 3 名、1.50%～1.75% が 2 名、1.75%～2.00% が 4 名)。仮に 0.25 ポイントずつの利上げが 9 月にスタートするとすれば (『中期為替相場見通し』の想定は 9 月である)、9 月、10 月、12 月で計 0.75 ポイントが引き上げられ、FF 金利誘導目標は年末には「0.75%～1.00%」に着地し、メンバー見通しとイメージが合う。現時点では 9 月会合 (& 会見) での利上げスタートというのが最も無難な想定だろう。だが、イエレン議長は「0.25 ポイントずつのペースは望まれていない可能性」にも言及しており、より小さな利上げ幅で正常化が行われるとすれば、利上げスタート時期がより前倒しになる可能性もある。

なお、イエレン議長は今回声明文で注目された文言「忍耐強く待つ (be patient)」の解釈について、「少なくとも今後 2 回 (a couple of meetings) の会合において利上げを開始する公算は小さい」と述べており、裏を返せば 今から 3 回目 (4 月 28～29 日の会合) 以降では利上げが有り得ることを仄めかしている (事実、「利上げ開始の決定は、記者会見の有無に関係なく行いうる」とイエレン議長は述べている)。転じて言えば、「忍耐強く待つ (be patient)」が「相当な期間 (considerable time)」と同義だと言われている以上、「相当な期間 (considerable time)」の意味する時間軸が 済し崩し的に短縮化されたようにも感じられ、この辺りにイエレン議長の巧妙さ (悪く言えばずる賢さ) を感じるところである。現に、こうした声明文や会見を経て、市場へのショックは避けられており、本来大騒ぎになりかねなかったフレーズの取り外しを巧く乗り切った印象は強い。

なお、SEP で示される経済・物価見通しも強めであり、どちらかと言えばタカ派的な印象を受ける。総じて実質 GDP 成長率、失業率が長期見通しを凌駕する構図となっており、これ

FRBメンバー経済見通し

	FOMC Date	2014	2015	2016	2017	Longer run
GDP	Mar-14	2.8 to 3.0	3.0 to 3.2	2.5 to 3.0	n.a.	2.2 to 2.3
	Jun-14	2.1 to 2.3	3.0 to 3.2	2.5 to 3.0	n.a.	2.1 to 2.3
	Sep-14	2.0 to 2.2	2.6 to 3.0	2.6 to 2.9	2.3 to 2.5	2.0 to 2.3
	Dec-14	2.3 to 2.4	2.6 to 3.0	2.5 to 3.0	2.3 to 2.5	2.0 to 2.3
失業率	Mar-14	6.1 to 6.3	5.6 to 5.9	5.2 to 5.6	n.a.	5.2 to 5.6
	Jun-14	6.0 to 6.1	5.4 to 5.7	5.1 to 5.5	n.a.	5.2 to 5.5
	Sep-14	5.9 to 6.0	5.4 to 5.6	5.1 to 5.4	4.9 to 5.3	5.2 to 5.5
	Dec-14	5.8	5.2 to 5.3	5.0 to 5.2	4.9 to 5.3	5.2 to 5.5
インフレ (PCEコア)	Mar-14	1.4 to 1.6	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	n.a.	2.0
	Jun-14	1.5 to 1.6	1.6 to 2.0	1.6 to 2.0	n.a.	2.0
	Sep-14	1.5 to 1.6	1.6 to 1.9	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	2.0
	Dec-14	1.5 to 1.6	1.5 to 1.8	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	2.0

(資料)FRB

に応じてインフレ率が高進するような構図となっている。デュアルマンデートの観点から解釈すれば「雇用最大化」についてはほぼ達成し、「物価の安定」に軸足が移りつつある状況と見受けられる。

～円相場見通しのシナリオは変わらず～

今回の FOMC を経ても 2015 年央以降の利上げという従前の市場予想が大きく修正されたわけではなく、必然的にドル/円相場の見通しに関し、『中期為替相場見通し』を変更する必要はないと考える。必然、来年にかけて 130 円に手をか

円安・ドル高を阻むものは何か？

	リスク要因	備考
①	歴史的なアノマリー	歴史的にFF利上げ直後にドル急落してきた
②	米国による牽制	ドル高 & 原油安をFRBは懸念？
③	米経済の挫折	住宅市場への影響などから利上げがワンショットで終了等
④	日本の交易条件改善	原油安により交易条件は反転？
⑤	本邦政治による牽制	揺らぐ通貨政策としての円安。原油上がったらどうする？
⑥	その他	地政学リスクやエボラ出血熱等

(資料) 筆者作成

けるというシナリオは継続で問題ないだろう。それゆえ、今後の米金融政策と円相場という論点においては、本欄 2014 年 12 月 9 日号『今、敢えて考える円高リスク』でも述べたように、「FF 利上げ直後にドル相場が急落してきたアノマリー」や「米国自身がドル高を嫌気するリスク」そして「(耐えられず)利上げがワンショットで終わってしまうリスク」などを引き続き警戒したいとことである(表は円安・ドル高シナリオを阻むリスク要因をまとめたもの)。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
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～本邦の勝負はこれから～
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	「国際金融のシレンマ」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	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～