

みずほマーケット・トピック(2015年2月25日)

イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～

注目されたイエレン FRB 議長の上院銀行委員会における議会証言はどちらかと言えばハト派な受け止めが優勢。主として、①「忍耐強く(patient)」、利上げに踏み切らない期間は少なくとも今後2回の会合であること、また②「忍耐強く(patient)」を削除しても FOMC がその後2回の会合で必ず目標レンジを引き上げると解釈されるべきではないこと、しかし③毎回の FOMC ごと(meeting-by-meeting basis)に利上げを検討すること、などの点が注目された。③がタカ派的である一方、①、②はハト派的という受け止めが多い(①は現状追認に過ぎない)。総じて、「年央の利上げに言質は与えない」ことがイエレン議長の頭にあったと思われ、為替市場でもドル相場は弱含みの展開となっている。早ければ3月、遅くとも4月にフォワードガイダンスは削除の公算大。

～イエレン議会証言、年央利上げに言質を与えず～

注目されたイエレン FRB 議長の上院銀行委員会における議会証言はどちらかと言えばハト派な受け止めが優勢となった。主として、①「忍耐強く(patient)」、利上げに踏み切らない期間は少なくとも今後2回の会合(※couple of meetings は2回との従来説明に従う)であること、また②「忍耐強く(patient)」を削除しても FOMC がその後2回の会合で必ず目標レンジを引き上げると解釈されるべきではないこと、しかし③毎回の FOMC ごと(meeting-by-meeting basis)に利上げを検討すること、などの点がクローズアップされており、各種ヘッドラインもこの3点に着目するものが多い。③はタカ派的である一方、①、②はハト派的という受け止めが多い(①は現状追認に過ぎないが)。総じて、「年央の利上げに言質は与えない」ことがイエレン議長の頭にあったと思われ、為替市場でもドル相場は弱含みの展開となっている。

～早ければ3月にフォワードガイダンスは削除～

具体的に、注目されたフォワードガイダンスの解釈、削除及びその後の政策運営見通しについては以下のような証言が行われている:

- 政策正常化をし始めることに関し我慢強くなれるという FOMC の評価は、少なくとも今後2回合においては経済状況が FF 金利誘導目標を引き上げることが保証しない、ということの意味する (*The FOMC's assessment that it can be patient in beginning to normalize policy means that the Committee considers it unlikely that economic conditions will warrant an increase in the target range for the federal funds rate for at least the next couple of FOMC meetings*)
- もし経済状況が改善し続けるのであれば、委員会が予想した通り、どこかの時点で FF 金利の誘導目標レンジの引き上げを会合ごとに検討する (*economic conditions continue to improve,*

as the Committee anticipates, the Committee will at some point begin considering an increase in the target range for the federal funds rate on a meeting-by-meeting basis)

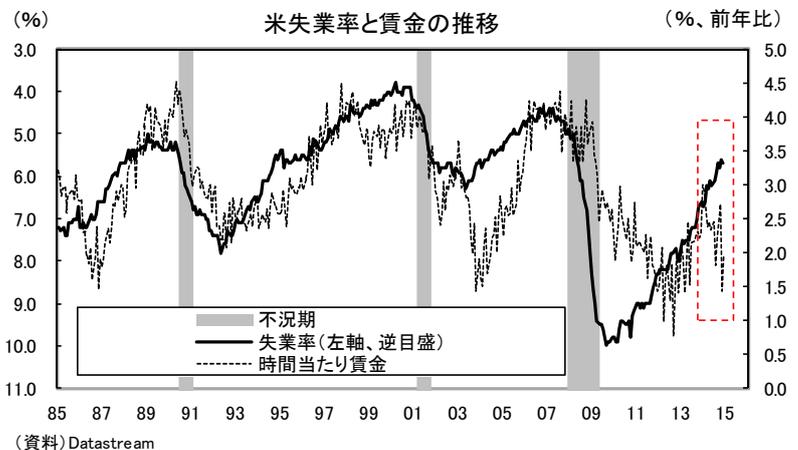
- その前に、委員会はフォワードガイダンスを変更するだろう。だが、フォワードガイダンスの修正はその後 2 回の会合で委員会が誘導目標を引き上げる必要があると解釈されるべきではない、と強調することが重要である (Before then, the Committee will change its forward guidance. However, it is important to emphasize that a modification of the forward guidance should not be read as indicating that the Committee will necessarily increase the target range in a couple of meetings)
- その代わりに、(フォワードガイダンスの) 修正はいつ誘導目標が変わっても不思議ではない状況まで改善したという委員会の判断を反映していると解釈されるべきである (Instead the modification should be understood as reflecting the Committee's judgment that conditions have improved to the point where it will soon be the case that a change in the target range could be warranted at any meeting)

率直に言って、非常に分かりにくい。「can be patient」が「少なくとも今後 2 会合」であることは先刻周知の通りにしても、「それを削除した場合も、その後 2 会合で動くとは思わないで欲しい。しかし、いつ動いても不思議ではない」というのがイエレン議長の弁である。こうなってくると、最初から「can be patient」は不要であった(少なくとも「2 会合」の情報も不要であった)ように感じられるが、ここまでヘッジを打つ以上、早ければ 3 月 17~18 日、遅くとも 4 月 28~29 日の FOMC 声明文でフォワードガイダンスは削除される可能性が高いと見るべきだろう。しかし、それをもって過度なタカ派期待を抱かないように今回先手を打ったということではないか。

～イエレン議会証言、年央利上げに言質を与えず～

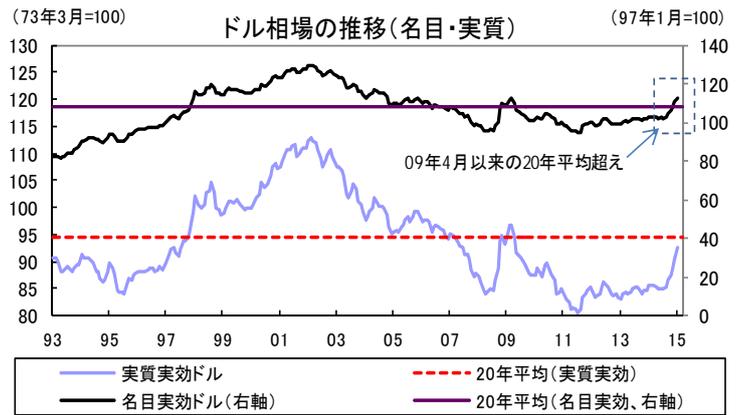
これほど前振りをしておきながら、利上げスタンスを明示できない理由としては(1)ドル高が心配だから、(2)インフレ率が低いから、(3)金利上昇で实体经济が冷え込むからなどの理由が考えられる。利上げをしくじった時のダメージに鑑みれば、こうした不安要素がある状況下で正常化すること自体が必ずしも適切ではない(今後の利下げ幅を確保するという意味以外では)というのが筆者の印象だが、事前的には(1)や(2)、特にデュアルマンデートの片翼である(2)が問題になってくる。

この点、議会証言でイエレン議長は「最近のインフレ率鈍化は原油価格下落を反映したものであり、コアPCEも低いエネルギーコストのパススルー(転嫁)により低下している」と述べており、あくまでエネルギー価格下落を受けた一過性の動きと評価している。確かに現在の賃金動向は失業率の改善傾向と比べても乖離が感じられ(図)、経験則に従えばこれから 上昇が期待されるような局面にある。当面の金融政策動向を読む上では、やはり雇用者数もさるこ



とながら賃金動向が極めて重要な意味を持つてくることになる。

また、(1)の為替相場に関し、今回の議会証言ではこれといった含意が見出せなかったが、米経済に対するドル高懸念は明らかに1月の企業決算以降に見聞きする頻度が増えたように思われ、半期に1度の為替政策報告書はもちろんのこと、米企業の決算動向が如何に政策運営にフィードバックされてくるかという点も重要な論点となってきそうである。具体的な水準としては、実質実効ドル相場が長期平均



(資料)FRB、Broadベース

(20年平均、図)を超えてくるタイミングなどが、FRBの金融政策は元より、米財務省の通貨政策のスタンスを押し量る上でも重要になってくると考えている。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
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～経歴別に照らせば利上げ?～
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