

みずほマーケット・トピック(2015 年 3 月 19 日)

FOMC を終えて(3 月 17～18 日開催分)

17～18 日開催の FOMC は、金融政策の正常化に関し「忍耐強く(patient)」なれるとした文言を削除し、いよいよ米金融政策の次の論点は約 10 年ぶりとなる利上げにシフト。だが、併せて公表された FRB スタッフによる経済見通しでは実質 GDP 成長率や物価見通しが引き下げられた上、FOMC メンバーによる政策金利見通しの中央値も大幅に引き下げられた。景気・物価見通しの下方修正は明らかにドル高を意識した跡があり、世界の通貨高の按分を全て引き受けるだけの覚悟が米国にあるようには見えない。引き続き本欄では最速 9 月、順当に行けば 12 月の利上げを予想する。ドル/円相場の見通しにおいてリスク要因と考えてきた米国によるドル高牽制が俄かに存在感を強め始めていることに関し、警戒を強める必要が出てきている。

～「世界の通貨高の按分」を受け止める覚悟があるようには見えず～

注目された 17～18 日開催の FOMC は、金融政策の正常化に関し「忍耐強く(patient)」なれるとした文言を削除し、いよいよ米金融政策の次の論点は約 10 年ぶりとなる利上げにシフトした。ここまでは市場予想通りであったものの、併せて公表された FRB スタッフによる経済見通し(SEP:the

各年末の政策金利見通し

FOMC Date	2015	2016	2017	Longer run
Sep-13	1.00%	2.00%	n.a.	4.00%
Dec-13	0.75%	1.75%	n.a.	4.00%
Mar-14	1.00%	2.25%	n.a.	4.00%
Jun-14	1.125%	2.50%	n.a.	3.75%
Sep-14	1.375%	2.875%	3.75%	3.75%
Dec-14	1.125%	2.50%	3.625%	3.75%
Mar-15	0.625%	1.875%	3.125%	3.75%

(資料)FRB

Summary of Economic Projections)では実質 GDP 成長率や物価見通しが引き下げられた上、FOMC メンバーによる政策金利見通しの中央値も大幅に引き下げられた(表)。米金利の上昇とこれに応じて日米金利差の拡大がドル/円上昇のメインドライバーであることを踏まえれば、この動きは市場参加者にとって相応にショッキングなものだったと言えるが、あくまでメンバーの平均値を取ったものであることを考えれば、ある程度の幅をもって受け止める必要はあろう(後述する)。

次の論点こそ利上げにシフトしたものの、足許のドル高を受けて経済見通しが弱気化していることから、最速 6 月利上げとの見方が後退しており、為替相場ではドル全面安となり、対ユーロでは 1.1050 まで、対円では 119.29 円まで急落している。イエレン FRB 議長は「6 月利上げの可能性を否定しない」と述べているものの、世界の通貨高の按分を全て引き受けるだけの覚悟が米国にあるようには見えず、引き続き本欄では最速 9 月、順当に行けば 12 月の利上げを予想する。

～景気判断に滲み出るドル高懸念～

声明文には多くのハト派的な要素を見出すことができる。現状の景気判断に関しては「economic activity has been expanding at a solid pace」が「economic growth has moderated somewhat」へと下方修正されており、従前注目された「a solid pace」が早々に取り下げられている。

具体的に見ていくと、前回まで雇用回復の判断に付されていた「概して言えば(On balance)」が削除されており、雇用市場の強さについて自信を深めた跡が見受けられる。だが、その他 GDP を構成する需要項目別の判断に目を移せば、弱気判断に関し前回までは「the recovery in the housing sector remains slow」であったものが「the recovery in the housing sector remains slow and export growth has weakened」へと変更され、懸念事項として輸出が加えられている。輸出減速の理由が明示されているわけではないが、イエレン FRB 議長は記者会見において「強いドルは恐らく、輸出伸び悩みの理由の一つ」と述べており、今般の景気判断の下方修正の背景にドル高があることはほぼ間違いなさそうである。なお、物価の現状に関しては、引き続きエネルギー価格下落を反映して長期的な目標を下回っている状況が確認され、インフレ期待についてもサーベイ(アンケート)ベースの測度は安定しているが、市場で確認される(BEIなどの)インフレ期待は低位で推移しているとの記述が見られている。この辺り、特に前回から大きな変更があるわけではないが、イエレン議長は会見で「強いドルはインフレを押し下げる」とも述べていることから、やはりドル高が懸念材料であることに変わりはない。景気判断に関しては、ドル高の悪影響を懸念した様子が窺える。

～早期利上げ観測を必死に牽制～

注目されたガイダンス文言は「Based on its current assessment, the Committee judges that it can be patient in beginning to normalize the stance of monetary policy」から「Consistent with its previous statement, the Committee judges that an increase in the target range for the federal funds rate remains unlikely at the April FOMC meeting」へと変更されている。市場予想通り、キープフレーズである patient が削除されたが、あくまで前回声明文と意図が変わらないことを強調している。これは昨年 12 月に「considerable time」を「can be patient」に置き換えた時と全く同じ手口である。「キープフレーズの削除→変わっていない(前回と同じである)ことを強調→半歩前進」という漸進主義によって確実に利上げへの距離を縮めている辺りは政策運営の巧さが出ていると言える。

先行きの政策金利に関しては「when it has seen further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term」となっており、これは 2 月の議会証言において「meeting by meeting」で判断すると述べたことと平仄が合う。「can be patient」削除により、「先行き 2 会合以内の利上げはない状態」から「いつでも有り得る状態」にシフトしたため、このような捉えどころの無い(裁量の大きい)表現に変わるのは当然だが、そうであればこそ、景気見通しが引き下げられる状況下で本当に 6 月利上げなど可能なのかと思わざるを得ない。なお、この直後には「This change in the forward guidance does not indicate that the Committee has decided on the timing of the initial increase in the target range」などと述べられており、早期利上げ観測の台頭を必死に牽制している様が窺える。

～「四半期毎に 0.25%ポイント」の予想は変わらず～

今回、上述のような声明文に加えて市場のハト派観測を一段と後押ししたのが SEP(表) 及び政策メンバーによる金利見通しであった。昨年 12 月時点と比較し、実質 GDP 成長率見通し、PCE インフレ率共に下方修正されており、特に実質 GDP 成長率は 2017 年までに亘って引き下げられている。とはいえ、全体としては潜在成長率と見なされる長期見通

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2015年3月時点

	2015	2016	2017	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	2.3～2.7 (2.6～3.0)	2.3～2.7 (2.5～3.0)	2.0～2.4 (2.3～2.5)	2.0～2.3 (2.0～2.3)
失業率 (12月時点)	5.0～5.2 (5.2～5.3)	4.9～5.1 (5.0～5.2)	4.8～5.1 (4.9～5.3)	5.0～5.2 (5.2～5.5)
PCEインフレ率 (12月時点)	0.6～0.8 (1.0～1.6)	1.7～1.9 (1.7～2.0)	1.9～2.0 (1.8～2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	1.3～1.4 (1.5～1.8)	1.5～1.9 (1.7～2.0)	1.8～2.0 (1.8～2.0)	

(資料)米FRB

し(2.0～2.3%)を予測期間に亘って超えるため、物価は緩やかながらも 2%に到達し、これと平仄が合うように失業率も自然失業率(5.0～5.2%)に到達するというロジックは不変である。

政策メンバーによる金利見通しに関しては、冒頭述べたように中央値が大幅に下方修正されている。だがこれは、元より 3 月や 4 月の利上げスタートを主張していたタカ派勢力(プロクサー・フィラデルフィア連銀総裁やフィッシャー・ダラス連銀総裁)の予想が 6 月スタートに集約されたに過ぎないだろう。今回のドットチャートを見る限り、2015 年末に関する最大勢力は「0.50%～0.75%」で 7 名、これに次ぐのが「0.75%～1.00%」で 3 名あり、年内最低 1 回ないし 2 回の利上げが大勢を占める中で、それより若干タカ派な向きが 3 回の利上げを見込んでいるというイメージである。結局、6 月スタートと仮定した場合、その後 9 月及び 12 月を目途に、四半期毎に利上げするという従前の予想は据え置きだろう。なお、2016 年末に関する最大勢力は「1.50%～1.75%」で 6 名となっているが、2015 年末に関する最大勢力である「0.50%～0.75%」からちょうど 1%ポイント上振れている。1 年で 1%ポイントは四半期で 0.25%ポイントであり、やはり「会見開催時に 0.25%ポイントずつ利上げ」と見通すメンバーが多いと見受けられ、こうしたムードは昨年 12 月時点から大きく変わらない。

今後の注目点はこうした四半期に 1 度の利上げペースが、ドル高を受けてどの程度動揺してくるのかということに尽きるだろう。ドル/円相場の見通しにおいてリスク要因と考えてきた米国によるドル高牽制が俄かに存在感を強め始めていることに関し、警戒を強める必要が出てきている。この点、目先最大の注目はやはり 4 月の米為替政策報告書だろう。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
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～
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～デュアルマンデートの狭間で～)
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？～)