みずほマーケット・トピック（2015 年 6 月 8 日）

本当に FRB の早期利上げは可能になったのか？

強い米 5 月雇用統計を受けて、ドル/円相場の 130 円到達は一段と現実味を帯びてきた。しかし、本当に 9 月利上げを確実視しても良いものか、疑問はある。理由はドル高への懸念がどうしても根強いものに思えてならないからである。過去 2 週間で見られた FRB 高官講演や IMF による進言はかなり率直にドル高の危うさと年内利上げ見送りを推奨するものであった。「海外経済が弱い時に利上げを行えばドル高になる。そしてそれが米経済の重石となる。だから海外経済が立ち上がるまで（≒2016 年まで）は利上げを見送るべき」という論調が今後強まってくるかどうかはデータ次第だが、目が離せない動きではある。年内利上げ見送り派はまだ大勢ではないが、仮に勢いを得てくれば、ドル/円相場にとっては押し目を提供する材料になるだろう。

～非現実的な水準ではなくなりつつある 130 円～

先週末の為替相場はドル相場が急伸する展開。注目された米 5 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比 28.0 万人増と市場予想の中心を上回り、早期利上げ観測の強まりからドルが全面高の展開となった。この中で、対円では一時 125.86 円と 2002 年 6 月以来、13 年ぶりの高値を更新している。『中期為替相場見通し』では 6 月末までの上限を「126 円」と設定しており、ここまでは概ね予想通りの展開だが、このペースで円安が進行した場合、2015 年 10～12 月期としている 130 円到達が前倒しとなる恐れも感じられる。130 円台は 2002 年 1～4 月で安定推移していた水準でもあり、この期に及んではそれほど非現実的な水準とは思えない。

～本当に早期利上げは可能なのか？～

こうしたドル相場の値動きは明らかに 12 月利上げ派の一部が 9 月利上げ派に転じたことを反映していそうだが、本当に 9 月利上げを確実視しても良いものか、疑問はある。理由はドル高への懸念がどうしても根強いものに思えてならないからである。この点、先週 2 日に行われたブレイナード FRB 理事の「The U.S. Economic Outlook and Implications for Monetary Policy」と題する講演は目を惹くものだった。講演内容の論点は多岐に亘るものであったが、要諦は「海外経済が弱い時に利上げを行えばドル高になる。そしてそれが米経済の重石となる。だから海外経済が立ち上がるまで（≒2016 年まで）は利上げを見送るべき」というものであり、投票権を有する FOMC メンバーの意見としてはかなり踏み込んだ内容であった。元よりハト派寄りの発言を連呼してきたエバンス・シカゴ連銀総裁、ブラード・セントルイス連銀総裁と比べても、かなり慎重な立場を見せたと言える。

具体的にブレイナード理事は以下のような発言を行っている（筆者抄訳）：

- *海外経済の弱い需要やそれに付随するユーロ圏や日本の緩和的な金融政策、そして(金融政策に対する)期待の乖離が昨年6月以降でドル相場を10%も上昇させた主因と言える。ドル高が米国の金融環境に与える引き締め効果の程度次第では、米金利がより正常な水準に回帰することを遅延させるだろう。*
- *海外からの逆風は米インフレ率にも影響を与える。弱い海外需要は最近見られていた非石油商品価格下落の主因であったように見受けられる上、昨年来の原油価格下落に関しても、供給要因がより重要であったとはいえ、幾分かの寄与を果たしていたと言える。*
- *強いドルは輸入価格下落を通じて米国のインフレ率にも重石となっている。非石油輸入価格は今年1～3月期、年率4.5%で下落しており、今期(4～6月期)も同様の落ち込みとなりそうなことは、4 月時点の貿易価格データからも示唆される。消費に占める輸入の割合を踏まえれば、輸入価格下落は今年の CPI を 0.3 ポイントと押し下げると計量分析モデルは示唆している。*
- *要約すれば、1～3月期に見られた一連の弱いデータは見通しの輪郭に幾つかの疑問を投げかけている。もちろん、残余季節性や一時的要因(天候や港湾スト等)に帰すべき部分もあるが、今日利用可能なデータに基づけば、海外経済の相反する弱さや原油価格の持つ負の効果がより慎重な米消費者行動と共に、予想以上の重石となってくる可能性は否定できない。*

これら以外にも「年初来で見られているデータの弱さや、それがどの程度一時的ないし統計的要因に根差しているのか不透明であることを踏まえれば、更なるデータが景気回復をはっきりさせるまで待つ価値がある」といった趣意の発言も行っている。こうしたトーンが5月雇用統計の上振れだけで覆るとは思えず、少なくともブレイナード理事においては9月利上げを確実視している様子はない。

～ブレイナード講演と酷似する IMF の進言～

気掛かりなのはこのブレイナード講演とほぼ時を同じくして公表されている「米国経済に関する審査報告(対米4条協議)」も極めて似たトーンで米国の早期利上げを牽制していたことである(正確には5月 28 日公表)。冒頭の The main policy messages でははっきりと以下のように述べられている:

- *FOMC は正常化に関してデータ次第(data dependent)とのスタンスを維持すべきであり、現在明らかになっているよりも賃金や物価で強い兆候が現れるまで最初の利上げを遅らせるべきである。我々(IMF)の予想に基づき、成長や物価に関して上振れサプライズがないと考えた場合、利上げは 2016 年前半となるだろう。*

さらに言えば、小見出しでは「A moderately overvalued currency」や「The case for a later liftoff」という箇所があって、強いドルへの警戒や利上げの遅延に関して、かなり率直な主張が示されている。例えばここでは以下の様な表現が見られている(筆者抄訳):

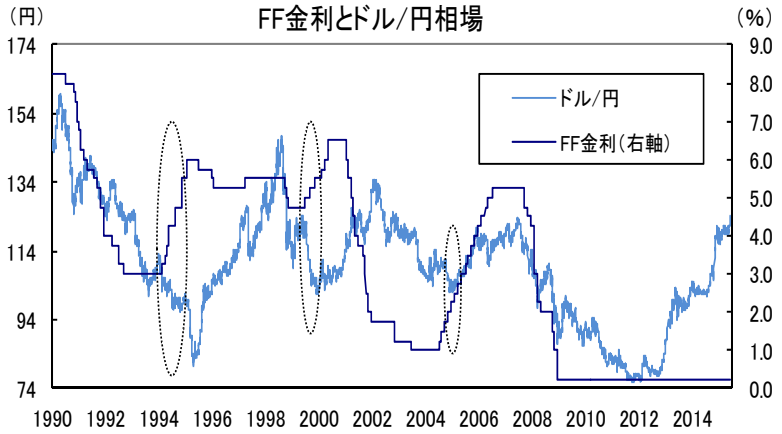
- *現状の実質為替レートに基づけば、ドルは若干過大評価である。*
- *ドルの更なる上昇は米経済の成長と雇用創出に悪影響をもたらし、物価の重石にもなる。ドルの更なる著しい上昇が経済に害をもたらすリスクがある。*

- *インフレ率の慣性(inertia)、アンカーされたインフレ期待、FRB の信認そしてインフレ率とスラックの相対的に率直な関係を踏まえれば、賃金や物価の急加速は考え難い。グローバルなディスインフレ傾向やドル高経由のパススルー効果もインフレを抑制する要因になりそうである。*
- *(利上げの遅れはインフレのオーバーシュートの可能性もあるが)利上げを遅らせることがディスインフレリスクや(短期間で利下げに舞い戻るような)政策の逆流に対する保険になる。*
- *米経済のデータが IMF の予想通りに進むのだとしたら、成長や物価に対する上振れサプライズが無い限り、2016 年前半に入るまでは FF 金利を 0～0.25%に据え置く政策が示唆される。*

利上げが遅れたとしても物価の加速が考え難いことなどに触れた上で、相当クリアなトーンでドル高の危うさと年内利上げ見送りが提示されている。ここにきて国際問題担当の財務次官であったブレイナード理事と IMF から同じようなメッセージが同じタイミングで発せられていることについては、非常に気掛かりである。もちろん、あくまでデータ次第ゆえ、9 月利上げの芽は十分残されているが、そうだとしても、利上げに付随するドル高問題をどうクリアしていくのかという点に関し疑問は残る。

～試される利上げ直後のアノマリー～

本欄や『中期為替相場見通し』では年内の円安・ドル高シナリオを阻むリスク要因の 1 つとして「FRB の初回利上げ直後にドル相場が急落する」というアノマリーを掲げている。比較的強めの経験則であるこのアノマリーをメインシナリオではなくリスクシナリオに据え置く理由は、言うまでもなく「そうならない可能性」の方を重く見ているからである。過去、何故利上げ直後にドル相場が下落してきたのかに関し、理由は定かではないが、1 つの推測として「過去 FRB が利上げできるような局面では新興・資源国通貨は複数回利上げしており、FRB が利上げするタイミングがドルキャリー取引の隆盛期と重なっていたから」という見方はある。



(資料)Bloomberg

　要するに、米経済が強い時には新興・資源国経済も米経済の内需を当て込んだ成長を謳歌しており相対的に高めの金利を維持していたので、流動性の高いドルを調達通貨として、期待収益率が高いその他通貨を買う動きが強まりやすかったという仮説である。だが、ブレイナード理事が指摘する通り、現状では米国一強であり、期待収益が高そうな通貨の代表格がドルになってしまっている。この状況では利上げするほどにドル相場が上昇する可能性を想像するのが自然だろう。ブレイナード理事や IMF はこのシナリオに沿って現実が進み、米経済がドル高によって躓く展開を警戒しているのである。

～「年内利上げ見送り」はドル/円の押し目～

もちろん、年後半にユーロ圏経済が循環的な強さを取り戻してくることが予想されるため、たとえFRBが利上げに着手してもユーロ買いに押される格好でドル相場の騰勢が限定的になる可能性はある。だが、ドル相場の騰勢が押えられたからと言ってドル/円相場が下落するとは限らない。現に先週はユーロ/ドル相場が激しく乱高下する地合いながらもドル/円相場は年初来高値圏で推移した。こと円相場の参加者については輸入企業、機関投資家、個人投資家などの実需方面において「安いドルは買い」と考える向きが多く、簡単にはドル/円は下がらない、と考えておいた方が良いだろう。これがメインシナリオである。

だが、こうしたメインシナリオはあくまで「米国が年内利上げなのでドル買い」という大前提の下で成り立っているものでもある。その意味で9月でも12月でも大勢に影響はない。但し、ブレイナード理事やIMFが述べるように、利上げの越年まで見込んでいる向きは決して多数派とは言えない。本当にそのような見方が勢力を得るようになった場合、円安シナリオを基本としながらもかなり強めの押し目は想定せざるを得ないだろう。現状ではそうした展開はリスクシナリオの範疇だが、上述したブレイナード講演やIMFの進言は後から振り返ってみれば米金融政策の先行きに関わる重要な布石になる可能性も含んでいそうであり、正常化プロセスがドル高に屈するという展開は依然として完全否定しきれるものではなく、警戒を要するシナリオと考えておくべきだろう。

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に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
2015年6月5日	週末版（ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退：その②～）
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2015 年4月分）
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨（4月15～16日開催分）について
2015年5月22日	週末版（ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～）
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費＆在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP（一次推計値）について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版（日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～）
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版（日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～）
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版（ECB、PSPP の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～）
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和（QQE）導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版（ECB理事会議事要旨（3月5日開催分）～“prudent optimism（節度ある楽観）”の先行きは～」）
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳（14年12月末時点）
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2015 年2 月分）
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版（第3 回ターゲット型長期流動性供給（TLTRO）を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～）
2015年3月19日	FOMCを終えて（3月17～18日開催分）
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月レパ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