

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 18 日)

FOMC 及び SEP を受けて(6 月 16～17 日開催分)

FOMC は現状維持を決定。注目されたスタッフ経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)も、細かな微修正こそあったものの、2016 年から潜在成長率や自然失業率そしてそれと整合的なインフレ率への加速が始まり、2017 年には集約が完了するという大枠は 3 月から不変。注目された各メンバーの金利見通し状況(いわゆるドットチャート)は、年末における FF 金利誘導目標の見通し(中央値)に関し、2015 年/2016 年/2017 年がそれぞれ「0.625%/1.625%/2.875%」となった。2015 年が 3 月から横這いとなったことはややタカ派的と言えるが、2016 年以降の利上げペースは明確に減速しておりハト派的である。今後の為替相場の潮流を読むにあたっては、9 月であろうと 12 月であろうと大差があるとは思えず、むしろ「何回できるか」に関し弱気派が増えていることが気掛かり。やはり重要なことは「いつやるか」ではなく「何回できるか」。

～FOMC&SEP: 基本シナリオに変更なし～

6 月 16～17 日開催の FOMC は金融政策の現状維持を決定した。これに併せて公表された声明文では、現状の景気判断に関し、前回 4 月分の「economic growth slowed during the winter months, in part reflecting transitory factors」から「economic activity has been expanding moderately after having changed little during the first quarter」へと変更されている。昨年の 12 月声明文以来、5 会合ぶりに景気認識の上方修正が行われた格好である。とはいえ、設備投資や輸出といった企業の消費・投資意欲に係る項目では依然としてハト派的な表現が見受けられ、この辺りが 6 月利上げに踏み切れなかった根拠かと推測される。

注目された四半期に一度のスタッフ経済見通し(SEP: the Summary of Economic Projections)では 2015 年/2016 年/2017 年の見通しに関し、実質 GDP が「1.8～2.0%/2.4～2.7%/2.1～2.5%」で前回(今年 3 月)の「2.3～2.7%/2.3～2.7%/2.0～

FRBメンバー経済見通し

	FOMC Date	2015	2016	2017	Longer run
GDP	Sep-14	2.6 to 3.0	2.6 to 2.9	2.3 to 2.5	2.0 to 2.3
	Dec-14	2.6 to 3.0	2.5 to 3.0	2.3 to 2.5	2.0 to 2.3
	Mar-15	2.3 to 2.7	2.3 to 2.7	2.0 to 2.4	2.0 to 2.3
	Jun-15	1.8 to 2.0	2.4 to 2.7	2.1 to 2.5	2.0 to 2.3
失業率	Sep-14	5.4 to 5.6	5.1 to 5.4	4.9 to 5.3	5.2 to 5.5
	Dec-14	5.2 to 5.3	5.0 to 5.2	4.9 to 5.3	5.2 to 5.5
	Mar-15	5.0 to 5.2	4.9 to 5.1	4.8 to 5.1	5.0 to 5.2
	Jun-15	5.2 to 5.3	4.9 to 5.1	4.9 to 5.1	5.0 to 5.2
インフレ	Sep-14	1.6 to 1.9	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	2.0
	Dec-14	1.5 to 1.8	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	2.0
	Mar-15	1.3 to 1.4	1.5 to 1.9	1.8 to 2.0	2.0
	Jun-15	1.3 to 1.4	1.6 to 1.9	1.9 to 2.0	2.0

(資料)FRB

2.4%」と比べると、今年 1～3 月期がマイナス成長となった分、2015 年が大きく引き下げられている。また、失業率に関しては「5.2～5.3%/4.9～5.1%/4.9～5.1%」で「5.0～5.2%/4.9～5.1%/4.8～

5.1%」からやや上方修正(悪化)されている。注目されるインフレ率見通し(PCE デフレーター)については「0.6~0.8%/1.6~1.9%/1.9~2.0%」と前回から殆ど変わっていない。

総じて言えば、細かな微修正はあったものの、2016 年から潜在成長率や自然失業率そしてそれと整合的なインフレ率への加速が始まり、2017 年には集約が完了するという大枠は 3 月から不変である。敢えて言えば、1~3 月期のマイナス成長が 6 月利上げの芽を完全に摘み取ってしまったというのが 3 月からの大きな変化だろう。しかしそれは天候やストライキといった一時的要因ゆえ、大勢には影響なく、必然的に 9 月利上げが妥当と考えるメンバーが多いということかと思われる。

～弱気化する「何回できるか」～

注目されたメンバーによる金利見通しについては、17 名中 15 名のメンバーが 2015 年中の利上げを見通している。具体的な各メンバーの金利見通し状況(いわゆるドットチャート)を見ると、各年末における FF 金利誘導目標の見通し(中央値)は 2015 年/2016 年/2017 年がそれぞれ「0.625%

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

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%
Jun-15	0.625%	1.625%	2.875%	3.75%

(資料) FRB

/1.625%/2.875%」となっており、2015 年は不変だが、2016 年/2017 年に関しては「1.875%/3.125%」から引き下げられている。「いつやるか」という論点に関しては「年内 2 回」で意見集約が済みつつある模様で、2015 年 GDP 見通しが下方修正された割にはややタカ派的だったように感じられた。だが一方、「何回できるか」という論点に関しては弱気派が増えているのが現状であり、この辺りはハト派的と言える。後述するように、為替相場の潮流を読むにあたっては、9 月であろうと 12 月であろうと大差があるとは思えず、むしろ「何回できるか」に関し弱気派が増えていることが 2016 年以降の見通し作成において重要と考えられる。

～薄れる「いつやるか」の重要性～

というわけで、やはり重要なことは「いつやるか」ではなく「何回できるか」である。昨日のイエレン FRB 議長会見でも「初回利上げの重要性を過剰に述べるべきではない」と強調され、その後の緩やかなペースが示唆された。「いつやるか」に関しては、もはや 9 月か 12 月かという二者択一に過ぎず、日欧の中央銀行が緩和路線で張り付いている以上、どちらのシナリオになったとしてもドル相場が騰勢を強めやすい地合いは不変と考えるのが妥当だろう。

そして、それこそがブレイナード FRB 理事や IMF の対米審査報告が不安視している展開であり¹、結局「米経済はどこまでドル高を我慢できるのか」という問いに論点は凝縮される。多くのエコノミストの中長期予想においては今回の正常化プロセスを経ても、金融危機前ほどの FF 金利(5.25%)には回帰せず、FRB が念頭に描く中立金利(3.75%)が関の山だという声が聞かれる。しかし、現状におけるドル高へのノイズ(米高官発言)や実際にハードデータへもたらしている影響(インフレ率や輸出、ひいては GDP 等)を踏まえると、3.75%ですら気が遠くなるほどの水準である。ドットチャー

¹ 本欄 2015 年 6 月 8 日号『本当に FRB の早期利上げは可能になったのか?』をご参照下さい。

トに従えば、2015 年末から 2016 年末の 1 年間で合計 100 ベーシスポイント(bp)の利上げが行われることになる。利上げ幅を 25bp ずつとすればこれは 4 回分である。つまり四半期に 1 回ということになるが、このペースの利上げを当然視できるほど米経済が強いとは俄かには信じがたい。

9 月か 12 月に利上げが始まることがコンセンサスであるように、その後の連続的な利上げが難しく、そうであるという事実も近々、コンセンサスとして根付いてくることが予想される。今回、GDP の下方修正にも拘わらず、2015 年末の金利見通しが 0.625%と 3 月から横這いになったことはどちらかと言えばタカ派的であり、ドル買いが加速しても不思議ではなかった。しかし、実際はハト派的な解釈の下でドル売りが優勢となった。これは市場が「いつやるか」ではなく、2016 年以降の「何回できるか」という論点に意識を向け始めている兆候なのかもしれない、今後そのムードはますます強くなるだろう。筆者は年明け以降、そのようなムードがドル/円相場の潮流にも影響すると思われる。

これまであらゆる通貨ペアの見通し作成において対米金融政策格差が大前提とされてきたことを踏まえれば、「米正常化継続に伴いドル高継続」という基本シナリオは 2016 年を臨むにあたって再考せねばならないだろう。もちろん、9 月に利上げが始まり、これが 10～12 月期の米経済を予想以上に下押しするような展開となった場合、その再考のタイミングは年内に訪れる可能性もある。

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.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16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本日にFRBの早期利上げは可能になったのか？
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(1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、量的緩和と政策(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～