

みずほマーケット・トピック(2015年7月30日)

FOMC を終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～

注目された 28～29 日の FOMC は定例会合後の声明に関し、労働市場などに対する評価が上方修正された一方で、「利上げに対するヒント」は得られなかった。次回 9 月 16～17 日会合までに 2 度の雇用統計が控えている以上、あくまで「データ次第 (data dependent)」との基本スタンスを崩すわけにはいかないということだろう。声明文を受けて 9 月利上げを期待したドル買いが先行しているが、今後、雇用統計や小売売上高などのハードデータにおいて予想を下回る結果が出れば 9 月利上げ観測は脆くも崩れるだろう。文字通り、吹けば飛ぶような利上げ期待であり、引き続き筆者は 12 月利上げを軸に見通しを立てている。11 年ぶりの利上げに着手するには、一部の需要項目 (設備投資や輸出) に不安を残し過ぎており、外的要因を背景として「物価の安定」もおぼつかないのが現状だろう。経済状況に照らせば、12 月まで待つ判断の方がリスクは小さそう。

～吹けば飛ぶような利上げ期待～

注目された 28～29 日の FOMC は定例会合後の声明に関し、労働市場及び住宅市場に対する評価が上方修正された一方で、市場の一部が期待していた「利上げに対するヒント」は得られなかった。次回 9 月 16～17 日会合までに 2 度の雇用統計が控えている以上、あくまで「データ次第 (data dependent)」との基本スタンスを崩すわけにはいかないということだろう。前回声明文の文言がほぼ踏襲される中で重要な労働市場に対する認識が引き上げられた以上、「利上げに一步近づいた」との解釈は妥当であり、本日午前のドル/円相場は 124 円台で安定推移している。だが、ドル買いの勢いはさほど一方的なものではなく、今後、雇用統計や小売売上高などのハードデータにおいて予想を下回る結果が出れば 9 月利上げ観測は脆くも崩れるだろう。

文字通り、吹けば飛ぶような利上げ

期待であり、引き続き筆者は 12 月利上げ

を軸に見通しを立てている (そもそも

論として、それほど確信が無いにも拘

わらず利上げに踏み切る事自体が非

常にチャレンジングであると考え

る)。なお、今回はラッカー・リッチモンド連

銀総裁の反対票 (利上げを主張する

票) の有無に注目が集まったが、結局

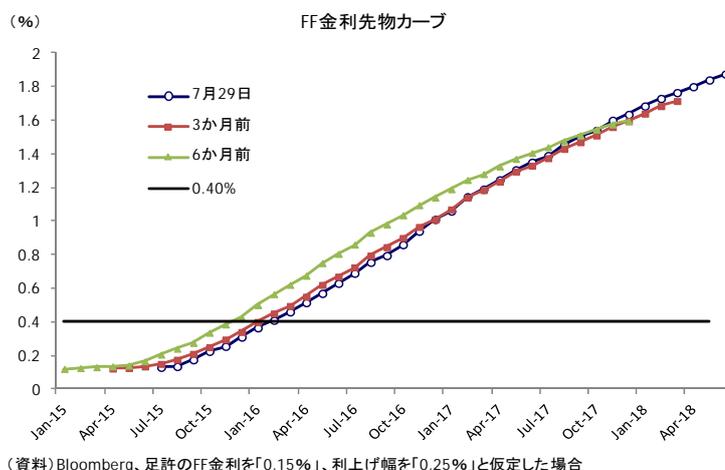
全会一致で現状維持となった。タカ派

最右翼のメンバーをもってしても、利上

げ判断には踏み切れないという実態が透

けて見える。会合後の FF 金利先物でも 9 月利上げを見

込む向きは無く、やはり 10 月以降という織り込みである (図)。これほど市場の認識と離れた立ち位



置で、仮に 9 月、11 年ぶりの利上げという重要な判断を下すからには、相当な勇気が必要に思われる。

～「some」の意味するもの～

現状の景気判断に関しては 1～3 月期の軟調に言及した「after having changed little during the first quarter」が剥落したことを除けば、「economic activity has been expanding moderately in recent months」と変わっていない。しかし、需要項目別に見れば、住宅市場に関し「the housing sector has shown some improvement」が「the housing sector has shown additional improvement」へと僅かに上方修正されている上、肝心の労働市場に関しては、文言が以下のように大きく変わっている：

- **【6月】***The pace of job gains picked up while the unemployment rate remained steady. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources diminished somewhat.*
- **【7月】***The labor market continued to improve, with solid job gains and declining unemployment. On balance, a range of labor market indicators suggests that underutilization of labor resources has diminished since early this year.*

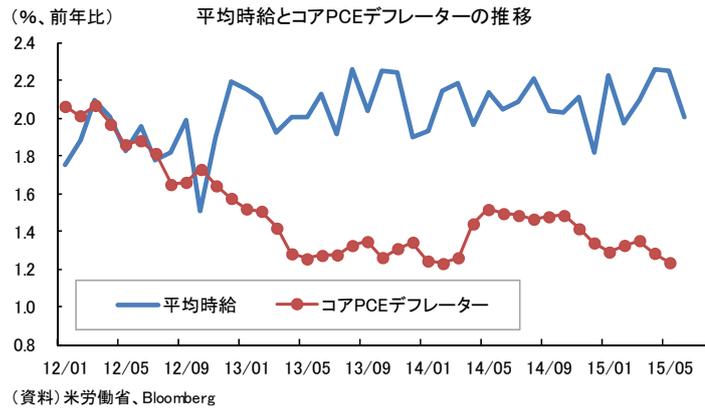
6月の「The pace of job gains picked up」に相当する部分が7月は「with solid job gains」へ、「the unemployment rate remained steady」が「declining unemployment」へ変更されており、明らかに改善の方向感が明示される格好となっている。また、労働資源稼働率の過小状態に関しても「underutilization of labor resources diminished somewhat」が「underutilization of labor resources has diminished since early this year」とされ、慎重さを仄めかす「somewhat（幾分か）」が削除されている。さらに、利上げ時期に関する文言についてはこれまで「when it has seen further improvement in the labor market」とされていたものが、「when it has seen some further improvement in the labor market」と「some」が付け加えられている。冒頭の需要項目判断において労働市場に関する評価が引き上げられていることと合わせ見れば、利上げに必要とされる「労働市場の改善度合い」に関し、「もう少しで条件を満たす」という局面に差し掛かったと解釈されよう。その「もう少し」が具体的に何なのかは定かではないが、失業率がほぼ自然失業率（5.0～5.2%）に差し掛かっていることを踏まえれば、やはり賃金加速の兆候などを確認したいということではないか。

～物価に対する疑義は残る～

労働市場に対する強めの上方修正を受けて、9月利上げに期待を寄せる気持ちは分かる。だが、個人消費や設備投資、輸出といった重要な需要項目の景気判断が控えめな表現に据え置かれていることも斟酌すべきであり、その結果として現れてくる物価動向には警戒が必要である。

例えば、上述したように、利上げに際して「もう少し」の賃金加速が必要だとしても、それはあと 1 か月強で確認できるものだろうか。2013 年以降、米賃金情勢は確かに堅調だが、別の言い方をすれば過去 2 年間で著しい加速が見られているわけでもない（次頁図）。

今回の声明文における現状の物価判断では、前回声明文の「energy prices appear to have stabilized」が足許の商品価格下落を受けて削除されており、この点は今回の声明文において唯一ハト派要素だったと言える。だが、先行きの物価判断は原油価格下落による「the transitory effects」が剥落するに伴って上昇するはず、と6月と完全に同じ文言が据え置かれている。FOMC から



すれば、足許の商品価格の軟化はあくまで一過性の動きであり、大勢に影響はない、ということなのだろう。だが、果たしてそのスタンスは妥当だろうか。商品価格の軟化は明らかに中国経済の失速を受けたものであり、設備投資や輸出が弱いのも中国を筆頭とする弱い外需環境とそれに付随する商品価格動向に起因したものである。

デュアルマンデートに関し、「雇用の最大化」が概ね満足できる状況まで改善していそうなことを踏まえれば、今後は「物価の安定」が課題となる。だが、その「物価の安定」は中国経済を筆頭とする海外要因に委ねられてしまっているのが現状である。次の利上げ判断は漸く立ちあがり始めた米経済の腰折れに繋がってはならない「失敗の許されない一手」である。とすれば、万難を排して望むのが筋かと思われるが、現状では 11 年ぶりの利上げに着手するには、一部の需要項目(設備投資や輸出)に不安を残し過ぎており、外的要因を背景として「物価の安定」もおぼつかない。「何かが起きる前に正常化に着手したい」という思いを尊重するならば 9 月も否定しないが、实体经济状況に照らせば、12 月まで待つ判断の方がリスクは小さいと思われる。

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7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本日に本日の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか?～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は?
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか?
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
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	本当に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(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～完全雇用に達後の世界～
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月利上げの芽は潰れたか～
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～私拭ききれない可能性～
2015年3月11日	3月レポート円高説について
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	イェ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～