みずほマーケット・トピック（2015 年 10 月 13 日）

正当性を増すブレイナード FRB 理事のスタンス

昨日行われたブレイナード FRB 理事講演の説得力が秀逸である。同理事は、年内利上げがコンセンサスとされていた今年 6 月時点で「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」といった趣旨の講演を行っていたが、そのスタンスは全くぶれておらずむしろ現状に照らせば正当性を増している。今回の講演でもドル高の悪影響に警鐘を鳴らしており、輸出経由で甚大な影響をもたらしている旨に言及が見られている。また、先週来の本欄では「雇用回復を所与として利上げを検討できる状況がいつまでも続くわけではない」との論点に注視してきたが、同理事も「我々は内需の継続的な強さを当然のことと受け止めるべきではない」と述べており、今は静観することが賢明であることを推奨している。これ以上ない正論だろう。

～黒田総裁は改めて 10 月 30 日緩和を牽制～

昨日のドル相場は下落し、対ユーロでは一時 1.1397、対円では 119.89 円をつける動きが見られている。週末から昨日までの間に FRB 高官の発言が相次いだが、その内容はまちまちであった。10 日にはフィッシャーFRB 副議長、昨日はロックハート・アトランタ連銀総裁が年内利上げを示唆する発言を行っているが、その一方で昨日はエバンス・シカゴ連銀総裁及びブレイナード FRB 理事が利上げ先送りを支持する姿勢を明確にしており、足許の為替相場はこれに引きずられた格好となっている。この間、黒田日銀総裁は 20 か国財務相・中央銀行総裁会議（G20）の終了後に行った記者会見で「今の時点で何かあわててしないといけない、ということではない」と述べており、先般の日銀金融政策決定会合後の会見と合わせ見れば、10 月 30 日の追加緩和は予想しようがない。裏を返せば、これで追加緩和に踏み切った場合、故意的なサプライズを企図する情報発信として再び国会の場において追及される可能性があるだろう[1]。

～正当性を増すブレイナード講演～

上述の講演のうち、ブレイナード理事は今年 6 月に続いて、明確なハト派スタンスを前面に押し出した格好である。同理事は、年内利上げがコンセンサスとされていた今年 6 月時点で「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」といった趣旨の講演を行っており、本欄でもその明確なトーンに注目した[2]。そのスタンスは当時から全くぶれておらず、むしろ現状に照らせば正当性を増していると言える。ドル高とそれが米国経済にもたらす悪影響に関しては今回も言及が

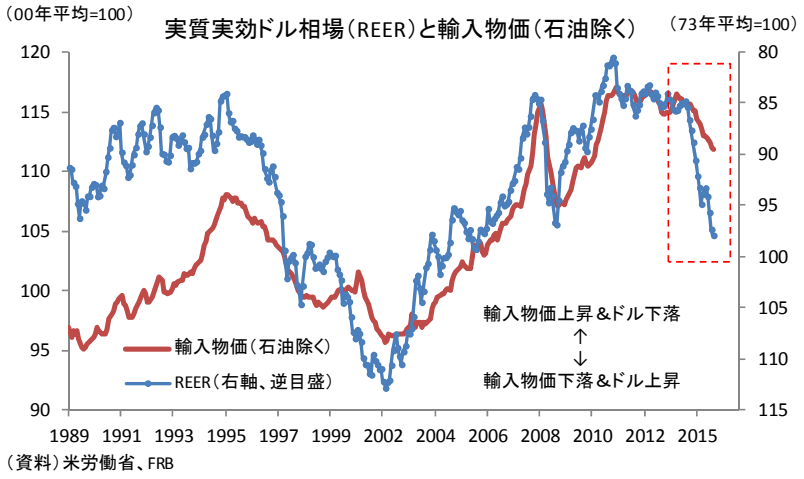
[1] 本欄 2015 年 4 月 24 日号『週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)』をご参照下さい。

[2] 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。

なされており、具体的には以下のような発言が見られている:

- *それらの国々(≒欧州や日本)と米国の間に予想された政策格差は春以降の実質ドル相場が10%上昇することに寄与した。そしてこれが米国の純輸出ひいては経済活動を抑制した(The policy response to these pressures and the anticipated divergence between the policy trajectory in these economies and the United States contributed to a 10 percent appreciation in the dollar in inflation-adjusted terms through the spring of this year, pushing down net exports and restraining activity in the United States)*
- *純輸出に対して想定されるドル高の影響は甚大なものと見受けられ、数年続いている。弱い需要が国際商品市況の重石となり、ドル高の影響も相俟って、米国のインフレ率を抑制している(The estimated effect of dollar appreciation on net exports has been shown to be substantial and to persist for several years. Weak demand weighs on global commodity prices, which, together with the effects on the dollar, restrains U.S. inflation)*

内外金融政策格差が実質ドル相場の上昇に繋がり、これが米国経済の減速に繋がるであろうことが再度強調されている。その上で、今年 6 月との相違点である海外経済環境の弱さやこれに付随する軟調な国際商品市況にも言及しており、ドル相場が高止まりする中、ますます米国のインフレ率が厳しい状況に置かれていることが確認されている。過去の本欄でも議論したが、図示されるように、ドル高が輸入物価を押し下げてくる経路は今後一段と顕現化してくる公算が大きく、物価という側面に照らせば利上げの環境は悪化することはあっても改善することはなさそうである。



～「内需の強さ」は当然ではない～

先週来の本欄では物価は元より、今後は雇用という側面に照らしても利上げが難しくなってくるのではないかとの議論を繰り返してきた[3]。本欄では「雇用回復を所与として利上げを検討できる状況がいつまでも続くわけではない」との論点を強調してきたが、昨日のブレイナード理事講演でもこれと酷似する表現が見られている:

- *我々は内需の継続的な強さを当然のことと受け止めるべきではない(We should not take the continued strength of domestic demand growth for granted.)*

[3] 本欄 2015 年 10 月 5 日『米 9 月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～』、10 月 6 日『「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～』のほか、ロイター外国為替フォーラム 10 月 8 日『遠のく米利上げで「円安延命」の皮肉』をご参照下さい。

筆者も同感である。この後、ブレイナード理事は「足許の米国の内需は堅調であるものの、外部環境は明らかに純輸出やインフレにとって重石となっており、リスクはダウンサイドに傾斜している」と続けている。そしてこの講演は以下の文言で締め括られる:

- *均衡金利は暫く低位で据え置かれそうであり、仮に状況が改善ではなく悪化した時の政策オプションも限られることを踏まえれば、リスクマネジメント的な見地に従えば、見通しに係るリスクが後退したかどうか確かめられるまで静観することが推奨される(With equilibrium real interest rates likely to remain low for some time and policy options that are more limited if conditions deteriorate than if they accelerate, risk-management considerations counsel a stance of waiting to see if the risks to the outlook diminish)*

これ以上ない正論である。外部環境の現状と展望を踏まえれば、今利上げに踏み切る行為は正気の沙汰とは思えず、何故そこまでギャンブルに出なければならないのか、FRB から確たる説明が行われているとは言えない。公式には声明文や記者会見、議事要旨を通して情報発信が行われているにしても、正常化に関する主張が多くの市場参加者の納得を得るには至っていない(だからこそ、常に FRB の利上げ見通しが市場参加者の金利見通しよりもタカ派なのだろう)。

本欄では「正常化の虜」になった FRB はそれでも年内利上げを敢行すると見ており、ドル高相場も一旦そこで節目を迎えると考えている。もちろん、これが年明けに引き伸ばされ、その間、ドル高が皮肉にも継続するシナリオは有り得るが、大義の無い利上げが継続することは考え難く、FRB が正常化の旗を降ろすに伴って、それが来年以降のドル/円相場反落に繋がってくると予想する。

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10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価か実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見通し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
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(本当に本当の最後の会合～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～)