

みずほマーケット・トピック(2015 年 10 月 28 日)

FOMC 声明文のプレビュー～注目すべき 3 点～

今晚の FOMC に関し、簡単に論点を整理。周知の通り、今回はイエレン FRB 議長会見もなければ、スタッフ経済見通しの公表もなく、あくまで声明文からどのようなメッセージを汲みとるかというイベント。声明文に関しては、毎回、①冒頭の雇用市場への評価(第一段落)、②国際情勢への評価(第二段落)、③利上げ条件(第三段落)の 3 点が注目される。①は現状維持もしくは下方修正、②は現状維持もしくは上方修正、③は現状維持となることが濃厚であり、結果として 12 月利上げに含みを残すことになりそう。但し、足許では FOMC 執行部の分裂が鮮明であり、これを振り切って利上げを敢行する難易度は高そう。とすると、3 月利上げ説がメインシナリオになりそうだが、その場合、「利上げはなし(最短でも 1 年後)」といったリスクシナリオを検討する必要も出てくる。

～ECB に絡めた無理筋な読みに注意～

昨日の為替相場は円相場がじり高の展開。今晚未明には FOMC、明後日には日銀金融政策決定会合を控える状況にあって、引き続き方向感を見出し難い地合いが続いているが、徐々に日銀への追加緩和期待も退潮になりつつあるのかもしれない。今朝方、一部報道において海外の識者が「ECB の緩和予告に対してユーロ/円が下がったことを日本の政策当局は愉快に思っておらず、追加緩和を模索するはず」といった旨のコメントをしているのを目にしたが、今週の本欄 2015 年 10 月 26 日号『ECB 緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか?』でも述べたように、全く不適切と言わざるを得ない。最終的な追加緩和の有無は脇に置いたとしても、今の日本経済にとって多少の円高の動きを痛みと捉える政策当局者は多くない。むしろ現状は逆であり、足許からの円安加速が家計部門の所得環境を毀損する経路が懸念されているのである。ましてユーロ/円における多少の円高の動きが金融政策の決定要因になるなど、あまりにも無理筋な読みであろう。筆者は引き続き、30 日に関し、現状維持を予想したい。

～FOMC 声明文で注目すべき 3 点～

なお、今晚の FOMC に関する照会も幾つか頂戴することが増えているので、直前ではあるが簡単に論点を整理しておきたい。周知の通り、今回はイエレン FRB 議長会見もなければ、スタッフ経済見通しの公表もなく、あくまで声明文からどのようなメッセージを汲みとるかというイベントになる。9 月記者会見時には「臨時会見をセットとして利上げも排除しない」という含みが残されたが、当初からこのシナリオを真剣に受け止める向きは多くない。現状では、ブレイナード FRB 理事を筆頭にタルーロ理事、ダドリー NY 連銀総裁などハト派の声が大きくなっており、もはや論点は 10 月の有無ではなく「年内に利上げできるかどうか」に完全に移っている。

声明文に関しては、毎回、①冒頭の雇用市場への評価(第一段落)、②国際情勢への評価(第二段落)、③利上げ条件(第三段落)の 3 点が注目される。まず①の雇用市場への評価だが、今回

の声明文で最もハト派化懸念が心配されるのがこの部分である。8月及び9月の雇用統計を踏まえれば、雇用市場への評価は「良くて現状維持、基本は下方修正」だろう。9月雇用統計後の本欄でも議論したように、雇用の改善基調は年初をピークとして明らかに衰えている。特に、直近2か月間では目安となる「前月比+20万人」を基調的に(=半年平均で)割り込んでおり、これが雇用改善の終わりの始まりなのかが注目される。斯かる状況下、現状では「堅調な雇用増と失業率低下と共に雇用市場は改善が続いている(The labor market continued to improve, with solid job gains and declining unemployment)」とされている第一段落の文言は、「足許では軟化(softened)しているものの」などのヘッジが入ったり、「solid(堅調な)」ではなく「moderate(穏やかな)」などの形容詞に変わったりする可能性はある。しかし、「全体として見れば、雇用市場の計数は労働資源の未稼働状況は年初来で後退している(On balance, labor market indicators show that underutilization of labor resources has diminished since early this year)」という評価を変化させるには至らないだろう。

～12月利上げの命運を握りそうな国際情勢への評価～

次に、②国際情勢への評価が注目される。これは第二段落の経済見通しにおけるリスク評価の一環だが、今回は「最近の国際経済・金融動向は幾分か経済活動を抑制するかもしれないし、目先の物価を一段と下押ししそうである(Recent global economic and financial developments may restrain economic activity somewhat and are likely to put further downward pressure on inflation in the near term)」との文言が追加され、これが現状維持の決め手となった。この点、中国を含む新興・資源国市場に主導された混乱は、少なくとも9月時点と比較すれば、一旦小康を得ており、表現が上方修正されるかもしれない。前回9月16～17日のFOMC声明文におけるその他の部分や同時に公表されたスタッフ見通しでは上方修正が目立っていただけに、9月利上げを先送りさせた主犯としての国際情勢は一段と際立っていた。平たく言えば、「国内情勢に照らせば利上げ準備OK」というのがFRBのスタンスであったようにも見受けられた。とすれば、仮に、国際情勢に係る評価が上方修正されれば、それは12月利上げの確度を高めるものになるだろう。

しかし、たった6週間で中国経済減速という大きなリスクファクターが後退したというのもあまりにも拙速な判断に思え、表現は大して変わらないかもしれない。いずれにせよ、12月利上げの有無を占う上では最も重要な部分となってきたそうである。

～依然として、「さらに幾分かの改善(some further improvement)」を待つ状況～

もちろん、最も重要な部分は第三段落の③利上げ条件であるが、ここに大きな修正が入るとは思わない。周知の通り、現状では「労働市場がさらに幾分か改善し、物価も中期的には目標である2%に向かって戻っていくと合理的に確信できた時、FF金利の誘導目標を引き上げるのが適切になると委員会は予想している(The Committee anticipates that it will be appropriate to raise the target range for the federal funds rate when it has seen some further improvement in the labor market and is reasonably confident that inflation will move back to its 2 percent objective over the medium term)」とされており、利上げには雇用市場の「さらに幾分かの改善(some further improvement)」が必要とされている。しかし、既に述べたように、直近の雇用統計は鈍化しており、利上げに必要な改善が確認できたと主張するにはややタイミングが悪い。少なくとも、今回の声明文で、この部分の表

現を前進させるだけの材料があるとは言えず、残り2回の雇用統計(11月6日公表の10月分、12月4日公表の11月分)を踏まえた上で、その処遇を検討するというのがもっともありそうな発想だろう。その結果を踏まえた上で、「さらに幾分かの改善(some further improvement)」を削除し、利上げに至る、というのがFRBの描いているパスになりそうだが、果たしてそのような雇用改善を所与のものとしてシナリオを立てることが正しいのかは不安がある。

～執行部分裂下での利上げは難しい～

なお、冒頭でも述べたように、現状のFRB執行部(正副議長2名と3名の理事)は年内利上げに傾斜しているイエレン議長、フィッシャー副議長、そしてややタカ派のパウエル理事に対し、ブレイナード理事とタルーロ理事が明確なハト派となっており、執行部は分裂状態にある。これに加えて、地区連銀総裁では常時投票権を有するダドリーNY連銀総裁が明確なハト派に立っている。また、イエレン議長やフィッシャー副議長が、ブレイナード理事やタルーロ理事ほど明確な主義・主張をもって年内利上げを主張しているようにも見受けられず、やはりタカ派の旗色は悪いように見えてならない。元よりハト派の気質と目されるイエレン議長が執行部の分裂を抱えながら、あらゆるリスクを振り切って利上げに着手するという難易度は徐々に、しかし確実に上がっていると考えられる。

～12月見送りなら1年後までお預け?～

現状、筆者は2回の雇用統計を残した状態で長らく堅持してきた12月利上げの前提を変更することにはリスクがあると考えており、『中期為替相場見通し』もこれに則って数字を作成している。また、11月19日のFOMC議事要旨を確認する必要もあろう。だが、仮に12月利上げが見送られ、3月利上げ説に予想が切り替わった場合、事は複雑化する可能性もある。例年、1～3月期は大雪等の天候要因を受けて指標の下振れが見られることが多い。そうした状況を理由として3月も見送りとなる展開は今からでも十分予想されるものではないか。

とすると、次は6月利上げ説だろうか。そうなった場合、雇用統計の改善基調が持つのかという根本的な疑問が浮上してくるだろう。12月利上げが見送りとなった場合、3月利上げ説をメインシナリオにしつつ、「利上げはなし(最短でも1年後)」といったリスクシナリオを検討する必要も出てくる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
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
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ドルの現状と展望について～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	本邦に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、交差する三種の悪感～
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～