

みずほマーケット・トピック(2015 年 12 月 17 日)

FOMC を終えて～ドル/円見通しに影響なし～

15～16 日に開催された FOMC では FF 金利の誘導目標を「0.25～0.50%」へ引き上げることを決定。利上げとしては 2006 年 6 月以来、約 9 年半ぶりの政策変更となる。金融危機後の節目を示唆する象徴的なイベントだが過去 2 年半に亘る助走期間を経たこともあり、金融市場への影響は穏当なものに止まっている。やはり問題は 2 回目以降をどのように見通すかに尽きるが、引き続き FRB の政策正常化にはやや無理筋な印象が残る。国際金融市場において「孤高の正常化」の構図が続く限り、ドル高は際限なく進行することになる。そのドル高は堅調な景気回復が続き、物価もそのうち上がってくるという FRB の大前提を揺るがす要因になるだろう。こうした認識に立つと、やはり 2016 年を通じてドル相場に強気になるのは難しいというのが筆者の率直な思いである。

～2 年半の助走期間が奏功～

15～16 日に開催された FOMC では FF 金利の誘導目標を「0.00～0.25%」から「0.25～0.50%」へ引き上げることを決定し、2008 年 12 月から継続していた事実上のゼロ金利政策を解除している。決定は全会一致であり、利上げとしては 2006 年 6 月以来、約 9 年半ぶりの政策変更となる。金融危機後の節目を示唆する象徴的なイベントだが 2013 年 5 月 22 日のバーナンキ前 FRB 議長による議会証言でテーパリングが示唆されて以来、2 年半に亘る助走期間を経たこともあり、金融市場への影響は穏当なものに止まっている。発表後の為替相場では 50～60 銭程円安が進んだものの、事の重大さに比べれば極めて落ち着いた値動きと言え、もう十分織り込み済みであったという整理になるだろう。やはり問題は 2 回目以降をどのように見通すかに尽きるが、後述するように、引き続き筆者は FRB の正常化プロセスに関してはやや無理筋な印象を抱いている。

～声明文: バランスシートは当分不変～

声明文における景気判断は「Committee met in October suggests that economic activity has been expanding at a moderate pace」で据え置かれている。だが、利上げ条件として掲げてきた雇用市場に関しては、各種雇用指標を踏まえて「労働資源の未稼働状況は年初以降、目に見えて改善したことを確認」したとの強い

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2015年12月時点

	2015	2016	2017	2018	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	2.1 (2.0～2.3)	2.3～2.5 (2.2～2.6)	2.0～2.3 (2.0～2.4)	1.8～2.2 (1.8～2.2)	1.8～2.2 (1.8～2.2)
失業率 (9月時点)	5.0 (5.0～5.1)	4.6～4.8 (4.7～4.9)	4.6～4.8 (4.7～4.9)	4.6～5.0 (4.7～5.0)	4.8～5.0 (4.9～5.2)
PCEインフレ率 (9月時点)	0.4 (0.3～0.5)	1.2～1.7 (1.5～1.8)	1.8～2.0 (1.8～2.0)	1.9～2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	1.3 (1.3～1.4)	1.5～1.7 (1.5～1.8)	1.7～2.0 (1.8～2.0)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	

(資料)FRB

自信が示されており、これが利上げの直接的な動機と考えられる。また、利上げ決定と整合的に、その他国際金融情勢への懸念やリスクバランスへの評価など、従来懸案事項として示されてきたり

スク要因については軒並み表現が落ちている。一方、インフレ期待への評価は引き下げられており（前頁表）、物価面からは利上げの正当性が疑われる印象は残る。実際、今回改定されたスタッフ経済見通しでも個人消費支出（PCE）デフレーターの見通しは総合・コア共に引き下げられており、利上げ決定とは若干齟齬を覚える。とはいえ、イエレン FRB 議長は記者会見において「2%に到達しないと追加利上げをしないわけではない」とも述べており、あくまで FRB スタッフによる経済見通しに沿って現実が進展するのであれば、利上げは行われる、という建付けである。実際、2018 年に関する PCE 見通しは 9 月から据え置かれているため、「いずれ戻る」というのが基本スタンスなのだろう。

なお、利上げに関する部分では「recognizing the time it takes for policy actions to affect future economic outcomes」とあり、政策効果のラグを踏まえ先んじて手を打った意図が示されている。要するに中央銀行としてフォワードルッキングな政策運営を心掛けたことが強調されているが、結局のところは「the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data」との文言で締め括られており、引き続きデータ次第との政策運営は不変だろう。

また、利上げが始まれば当然、次の論点は正常化プロセスの本丸であるバランスシート規模の取り扱いに移る。この点、住宅ローン担保証券や国債への再投資方針が改めて確認されており、そのスケジュール感については「it anticipates doing so until normalization of the level of the federal funds rate is well under way」とある。「FF 金利が十分進展する (well under way) まで」という表現の具体性が今後問われてくるだろうが、2016 年中に実際の縮小が始まる予感は全くしない。

なお、FRB が想定するように、今後米経済が本格的な回復軌道に乗った場合、果たして現存する過剰流動性（≡超過準備）を混乱なく吸収できるのかという不安はある。急激な金利上昇を回避するという観点からは、世界経済が不安定で米国債への安定的な需要が見込める今、バランスシートの縮小に踏み切り、利上げはその後にすべきだったようにも思われる。いずれにせよ、今後は FOMC において、いつ、どのような形でバランスシートの縮小議論が始まるのかが要注目である。

～現実感がない「2 年で 8 回」の利上げ～

声明文と同時に注目された FOMC

メンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）は、9 月時点から大きく変わっていない。年末値に関し、2015 年は 0.375%、2016 年は 1.375%と横這いで、2017 年は 2.625%から 2.375%へ引き下げられている。25bp 幅を前提とすれば年 4 回利上げを想定していることになるが、2 年半、紆余曲折を経なが

各年末の政策金利見通し（予想中央値）

FOMC Date	2015	2016	2017	2018	Longer run
Sep-13	1.00%	2.00%	n.a.	n.a.	4.00%
Dec-13	0.75%	1.75%	n.a.	n.a.	4.00%
Mar-14	1.00%	2.25%	n.a.	n.a.	4.00%
Jun-14	1.125%	2.50%	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	1.375%	2.875%	3.75%	n.a.	3.75%
Dec-14	1.125%	2.50%	3.625%	n.a.	3.75%
Mar-15	0.625%	1.875%	3.125%	n.a.	3.75%
Jun-15	0.625%	1.625%	2.875%	n.a.	3.75%
Sep-15	0.375%	1.375%	2.625%	3.313%	3.50%
Dec-15	0.375%	1.375%	2.375%	3.250%	3.50%

（資料）FRB

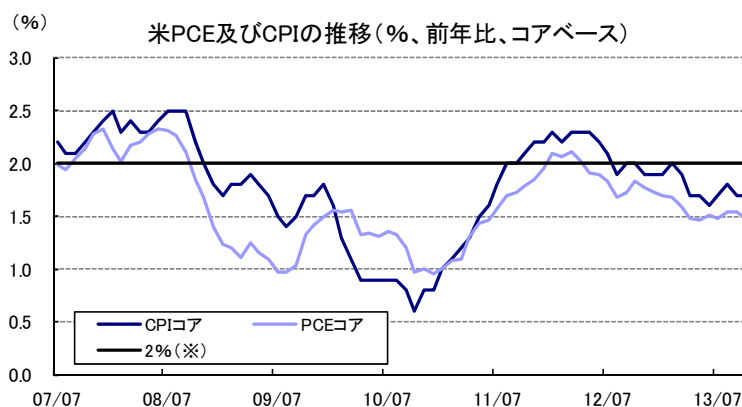
らもなんとか 25bp の利上げに漕ぎ着けたことを振り返ると、年 4 回というのはとてつもない所業に思えてくる。なお、2017 年が 2.375%であることから、今後 2 年間については年 4 回（計 8 回）利上げして、その後の 1 年では 3～4 回（3.5 回）利上げというイメージになる。イエレン議長は記者会見に

において「evenly times, equally sized」で利上げするわけではない、要するに決まったペースと幅で利上げするわけではないことを引き続き強調しているが、メンバー見通しが実現されるとすれば、むしろ「evenly times, equally sized」で実施しないと市場は混乱するだろう。既にドル高が各種経済指標を下押しし始めている現状を踏まえると、「2年で8回」の利上げが現実的とは考え難い。

～今後の為替見通しへの影響～

今回の決定を受けても本欄や『中期為替相場見通し』のメインシナリオは不変である。引き続き利上げに確たる大義は感じられず、ドル高の重荷に耐えかねる格好で正常化路線の手は止まる可能性が高いと思われる。過去2年以上に亘り継続しているドル高相場の根源はひとえに「対米金融政策格差の拡大」であったことを踏まえれば、正常化路線の頓挫はそのままドル安相場への反転を意味するだろう。今回、イエレン議長は記者会見の中で、循環的に景気後退が到来する時期ではないのかとの可能性を問われ、「景気拡大が老死するようなことはない(I do not think that they die of old age)」と述べた。景気拡大の期間が長いことそれ自体が景気後退の理由にはなり得ないという趣旨である。結局、これが為替相場におけるドル高派とドル安派を分断している論点なのだろう。1970年代以降の米国の景気拡大局面は平均して66.5か月継続したが、現状の拡大局面は既に78か月目に突入している。真っ当に考えれば現在(そして今後)は景気拡大の終盤である疑いが強く、それゆえに雇用回復の成熟化も不安視される局面に入るのではないかと。そもそも前月比+20万人の増勢は歴史的にもそうそう続くものではない。そのような状況下での利上げ開始及び足許からのドル一段高が果たして持続性のある、合理的な判断なのかと問われればやはり不安は覚える。

また、物価に関しても、常時2%を割り込んでいる状況に対し、「これから上がってくる」とのスタンスが貫かれている。上述したようにスタッフ見通しでは目先のインフレ見通しは下方修正されたが、2018年は引き続き2%に着地する見通しである。だが、筆者を含め政策正常化に不安を覚える向きからすれば「そう言い続けて2年経った」という思いもある。実際、今回の記者会見でも「原油価格は1



(資料) Bloomberg ※FRBはPCEコアを2%付近で維持することを目標とする。

バレル 36 ドルまで下落しており長らく低迷しているのに、それを果たして『一時的』と言えるのか」といった質問があった。これに対し、イエレン議長は2004～08年において原油価格が急騰した時にも一時的と判断した(結果的にそれが正しかった)と述べており、現状の物価下落はあくまでオーバーシュートであるとの立場を崩していない。このような見方にも一理あるが、原油価格下落の背景には中国に代表される新興・資源国の経済減速という海外経済環境の劣化が厳然とあることは忘れないでおきたい。そうした状況下、世界の資本コストを実質的に規定するFRBの政策金利を引き上げることへの不安はやはり抱かれて当然だろう。もちろん、米国の経済情勢が良好である以上、それに合わせて政策運営を行うのがFRBの責務ではある。だが、結局はその内外経済格差はドル高

を經由し、「不況の輸入」となって米国に押し掛かる懸念が強い。金融政策の効果にはラグがあるため「今から引き締めて置かないと後で急激に引き締めることになる。それは大混乱を招く」という FRB のロジックには相応の説得力を覚えるが、国際金融市場において「孤高の正常化」の構図が続く限り、ドル高は際限なく進行することになる。そのドル高は堅調な景気回復が続き、物価もそのうち上がってくるという FRB の大前提を揺るがす要因になるだろう。こうした認識に立つと、やはり 2016 年を通じてドル相場に強気になるのは難しいというのが筆者の率直な思いである。

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12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や境界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
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/円相場の見直し改定について【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)