

みずほマーケット・トピック(2016年1月7日)

FOMC 議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～

昨日公表されたFOMC議事要旨(12月15～16日開催分)は、やはり「ハト派なタカ派」を確認する内容であり、引き続きFRBの正常化プロセスが頓挫するリスクを懸念せずにはいられない。特に印象的だったのは、何人かのメンバーにとって利上げは「ぎりぎりの判断(a close call)」だったことが示されていたこと。利上げに賛成しているメンバーにおいて「ぎりぎりの判断(a close call)」であることが認められている以上、その判断は容易に変わり得るという展開を想定すべき。本欄では「ハト派なタカ派」スタンスの下で行われる利上げに持続性はなく、結局はドル高によってその道を諦めざるを得なくなるという前提でドル/円相場の見通しを作成しているが、議事要旨を受けてその思いはさらに強まった。日米金融政策格差の拡大がこれまでのように期待できないのであれば、やはり5年連続の円安・ドル高は難しいと考えるべき。

～連なる地政学リスク～

昨日の金融市場も日米共に荒れた展開となった。日経平均株価は前日比▲196.95円の18177.05円と3日続落。NYダウ平均も前日比▲252.15ドルの16906.51ドルと3日続落の上、3か月ぶりの安値まで下押しされた。これに乗じて為替市場では円が全面高となっており、対ドルでは118.25円、対ユーロでは127.02円まで値を下げている。サウジアラビア、イランの国交断絶を巡る不安が消えていないところへ北朝鮮における水爆実験成功との報道が重なっており、地政学リスクが相場を振り回す非常に読みづらい地合いである。昨日公表された米12月ADP雇用統計は前月比+25.7万人と予想を上回り、2015年中では最大の伸びを記録したものの、その後に公表された米12月ISM非製造業景気指数が2014年5月以来の低水準に落ち込む中、これを手放しで喜ぶ展開には至っていない。米12月雇用統計が良好な結果となってもこの空気が変わらないのだとすれば、当面はずるずるとリスクオフムードが続いてしまいそうである。

～「ハト派なタカ派」を確認したFOMC議事要旨～

こうした中、昨日はFOMC議事要旨(12月15～16日開催分)が公表されている。9年半ぶりの利上げを決定した会合の議事要旨として注目されるが、やはり「ハト派なタカ派」との印象は拭えず、引き続きFRBの正常化プロセスが頓挫するリスクを懸念せずにはいられない。

利上げ決定に関しては「殆どの参加者(almost all participants)」が現状の労働市場の改善や中期的に物価が2%へ回帰するであろうとの確信から正常化プロセスを開始する(=利上げすること)に賛成したことが示されている。「almost」という表現は、利上げ決定自体はメンバーの全員一致で決定されていたものの投票権を持たない参加者において利上げに賛成できない者も存在したことを示しており、これはドットチャートからも既知の事実ではあった。

その後は「利上げ開始にも拘わらず、政策スタンスは緩和的なままである」との記述が見られ、今

後想定される利上げペースがあくまで緩やかであることが確認されている。その後は利上げペースを緩やかにすることが適当な理由に関して議論が進められており、例えば利上げペースを緩やかにすることによって、当面は緩和環境が維持され物価の押し上げに繋がるといった記述が見られる。また、「多数の参加者(a number of participants)」が中期的な物価動向について2%の軌道へ回帰したことを確認するにはまだ時間がかかることを指摘しており、利上げペースについて事前にコミットすべきではないことも強調されている。ここまで読んだだけでも、かなり自信がなさそうな利上げ決定であることは伝わってくる。

また、その後の「Committee Policy Action」における中期見通し部分でも、やはり物価動向に関し不安を抱えながらの利上げであることが滲み出ている。具体的には「何人かのメンバー(some members)」が原油やその他商品価格に対する下押しショックや持続的なドル相場の上昇がインフレ期待上昇を遅延ないし抑制する可能性をリスクとして考えていることが示されている。何より印象に残ったのが「some members said that their decision to raise the target range was a close call, particularly given the uncertainty about inflation dynamics, and emphasized the need to monitor the progress of inflation closely」との一文であり、何人かのメンバーにとって利上げは「ぎりぎりの判断(a close call)」だったことが示されている。少なくとも、ハト派の筆頭格であるブレイナード理事やタルーロ理事が迷いなく利上げに賛成をしたとは思えず、執行部の分裂状態が透けて見える。

～「ぎりぎりの判断(a close call)」は容易に変わり得る～

重要なことは、利上げに賛成しているメンバーにおいて「ぎりぎりの判断(a close call)」であることが認められている以上、その判断は容易に変わり得るということである。本欄では「ハト派なタカ派」スタンスの下で行われる利上げに持続性はなく、結局はドル高によってその道を諦めざるを得なくなるという前提でドル/円相場の見通しを作成している。日米金融政策格



差の拡大がこれまでのように期待できないのであれば、やはり5年連続の円安・ドル高は難しいと考えるべきだろう。今回の議事要旨においては、上述したインフレ期待への影響を指摘した部分以外にも「強いドルが多くのセクターの収益成長に重石となっているように見える」、「ドルの為替レートは著しく強く、物価に対する下押し圧力になっている」、「2014年夏以降のドル上昇による米経済活動への重石や新興市場を筆頭とする海外経済の減速などが暫く米国の純輸出を抑制しそうである」との記述が見られており、現時点のドル高でも相応の不安が抱かれていることが分かる。本欄や『中期為替相場見通し』では、今次ドル高局面は過去2回(1978～85年と1995～2002年)のそれと比べてまだ期間こそ短いものの、上昇ペースが性急に過ぎるとの指摘を繰り返し行ってきた(図)。

しかも、その過去 2 回のドル高に関してはある程度、米国の国策として「希求されたドル高」という側面があったのに対し、今は「リスク要因としてのドル高」との色合いが強い。もちろん、正常化プロセスの歩みと共に大してドル高が進まないという捻じれ現象が起きれば FRB は淡々と利上げを行っていくことが出来るだろう。しかし、今の世界経済において FRB に対抗できるほどのタカ派スタンスを持つ中央銀行はそう多くない。必然、FRB はドル高に向き合いながら利上げの持続性を検討することにならざるを得ないだろう。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(暫定版)中期為替相場見通し～ユーロ相場～
2015年12月24日	(暫定版)中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のスレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
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	イレレン講演や限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つの緩和とメニュー～
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」を選じたか～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～)