

みずほマーケット・トピック(2016 年 1 月 14 日)

厳しくなってきた FRB の「痩せ我慢」

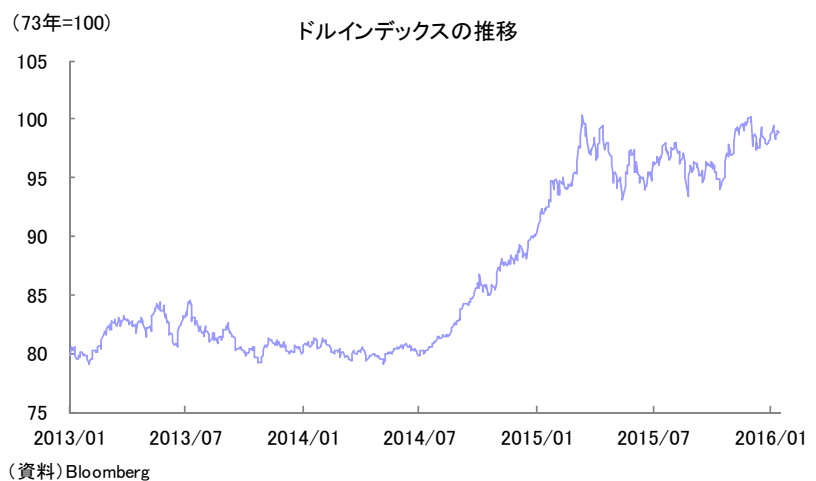
昨年来、筆者が予測の大前提としている「FRB の正常化プロセスの挫折」が日増しに現実味を帯びている。昨日見られた FRB 高官のコメントなどを踏まえても、やはり年 4 回の利上げを期待するのは無理筋な状況か。また、昨日公表された地区連銀経済報告(ベージュブック)でもドル高への不安が滲み出ており、全体を通じて「strong dollar」というフレーズが 16 回登場した。言うまでもなく、その殆どが外需減速と絡み合った上で経済を下押ししているという負の文脈で使われているものである。このベージュブックが討議資料として用いられる今月 26～27 日の FOMC の声明文に関しては、今のところハト派寄りの修正が施される懸念が強いと考えざるを得ない。既に米経済のそこかしこでドル高の悪影響が指摘され始めているにも拘わらず、ドル相場の騰勢は全く落ち着いていない。FRB がファイティングポーズを保つ限り、この構図は続きそうだが、もはや正常化願望に取り憑かれた「痩せ我慢」に思えてならない。こうした状況は長く続くものではないだろう。

～商品価格軟調が重石に～

昨日のドル/円相場は中国 12 月貿易統計の改善を受けて市場心理が持ち直し、一時 118.38 円まで値を戻す場面が見られた。しかし、原油価格の 1 バレル 30 ドル割れを象徴として商品価格の軟化が続く状況下、エネルギー関連株を中心に株を手放す流れは変わらず、NY ダウ平均は前日比 ▲364.81 ドルの大幅下落で引けている。こうした中、円売りも持続せず、本日東京時間午前中はむしろ円買いが進み、ドル/円は 117 円台前半での推移となっている。

～正常化願望に取り憑かれた「痩せ我慢」～

昨年来、筆者が予測の大前提としている「FRB の正常化プロセスの挫折」が日増しに現実味を帯びている。昨日見られた FRB 高官のコメントを見る限り、やはり年 4 回の利上げを期待するのは相当無理筋な状況に見受けられる。ローゼングレン・ボストン連銀総裁は FOMC メンバーによる政策金利見直し(いわゆるドットチャート)の下振れリスクを指摘し、エバンス・シ



カゴ連銀総裁からは 12 月の利上げが見送られたとしても自分は満足だったとの本音が吐露されている(賛成票を投じたにも拘わらず・・・)。その上でエバンス総裁は 2016 年に関し、年 4 回の利上げ

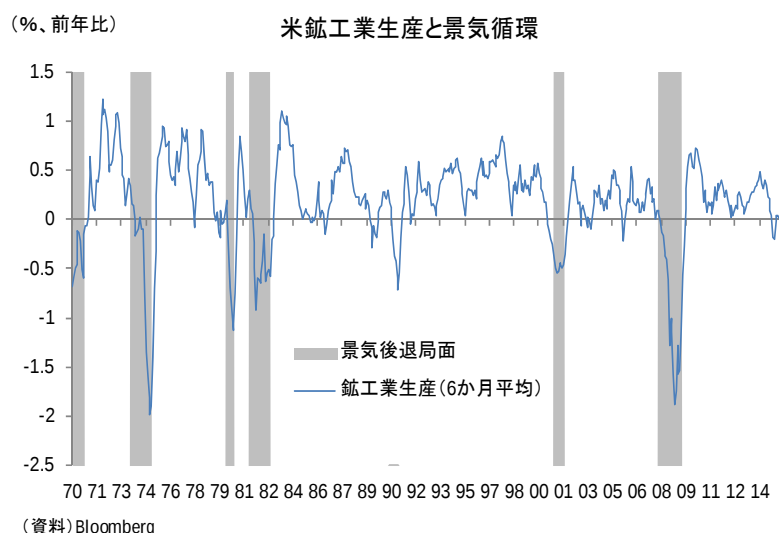
は多いとの立場も示している。本欄 2016 年 1 月 7 日号『FOMC 議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～』でも見たように、12 月利上げはあくまで賛成派を含めて“ぎりぎりの決断(a close call)”だったことが分かっており、今後の経済・金融情勢に対し極めて脆弱というのが実態である。エバンス総裁の発言はこの事実を裏付けるものだろう。また、FOMC メンバー以外でもサマーズ元米財務長官が今年 4 回の利上げに関し、世界経済は耐えられないとの見方を示したことも報じられている。後述するように、既に米経済のそこかしこでドル高の悪影響が指摘され始めているにも拘わらず、ドル相場の騰勢は全く落ち着いていない。FRB がファイティングポーズを保つ限り、この構図は続きそうだが、もはや正常化願望に取り憑かれた「痩せ我慢」に思えてならない。こうした状況は長く続くものではないだろう。

～ベージュブックでも根強いドル高不安が露わに～

また、昨日公表された地区連銀経済報告(ベージュブック)でもドル高への不安が滲み出ていた。同報告書によれば、今年 1 月 4 日までの 6 週間に関し、12 地区中 9 地区で経済活動の拡大が報告されたものの、全体を通じて「strong dollar」というフレーズが 16 回登場したことが目についた。言うまでもなく、その殆どが外需減速と絡み合った上で経済を下押ししているという負の文脈で使われているものである。その中にはエネルギー価格の下落は製造業にとって便益をもたらすものの、ドル高の悪影響を相殺するほどではない、つまりドル高の悪影響の方が大きいと報告する地区連銀も見られた(具体的にはクリーブランド連銀がそのように報告している)。このベージュブックが討議資料として用いられる今月 26～27 日の FOMC の声明文に関しては、今のところハト派寄りの修正が施される懸念が強いと考えざるを得ない。結果として 3 月利上げ説は一段と後退し、円高予想の追い風となる可能性が高いと思われる。

～製造業シェアは小さいから無視しても良いという風潮について～

なお、筆者は継続的なドル高が既に金融引き締め効果を持ち、製造業部門を中心として不況の様相を呈してきているため、連続的な利上げは難しいと考える立場である。この立場に対しては「製造業が米経済に占める割合は 10%程度であり、FRB が正常化プロセスを諦める理由にはならない」との反論がある。しかし、日本を含め経済が成熟化した先進国はすべからず製造業よりもサービス業の方が経済に占める割合が大きいものであり、米国特有の



話ではない。それでも多くの先進国(近年ではユーロ圏)は通貨安の下で輸出競争力を保とうと躍起になることは珍しくない。それだけ影響が軽視できないものだからだろう。

例えば、日本の輸出依存度は 2008 年時点で 17% 弱だったが、リーマンショック後の外需急減を背景に鉱工業生産が釣瓶落としての減少し、GDP の悪化は先進国でも突出したものになった。日本よりも輸出依存度が高い先進国 (例えばドイツ) などよりも、である。GDP に占めるシェアが大きなくても輸出している財や輸出している仕向け地で輸出の減少率は変わってくる。シェアが小さくても減少率が大きければ最終的な影響は大きくなる。日本の場合、2008 年のショックを受けて 2009 年の輸出は実に▲24.2% も減少しており、実質 GDP 成長率 (▲5.5%) への寄与度は▲4.3 ポイントに達した。経済に占めるシェアだけでその影響を測るのは必ずしも十分とは言えない。米国にとっての大きな輸出品目は資本財 (半導体や PC 機器など) や工業用原材料 (石油製品など) だが、これらは足許の外需減速や商品価格低迷そしてドル高の影響を直接受けるものではないのか。そもそも過去の米国の景気後退局面は製造業の生産活動が落ち込む局面と合致してきたのは周知の事実であり (前頁図)、直近 11 月分の鉱工業生産が 2012 年 3 月以来の大幅マイナスとなったことはもう少し重視されても良いのではないだろうか。「製造業は経済におけるマイノリティだから無視しても良い」というのはあまりにも「利上げありき」の方便に思えてならない。

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
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
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～景気と雇用のズレ～
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	イエ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～株価が実質賃金か～
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年上半年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)