

みずほマーケット・トピック(2016 年 1 月 28 日)

FOMC(1 月 26～27 日開催分)を受けて

26～27 日の FOMC は FF 金利誘導目標のレンジを 0.25%～0.50%で据え置く方針を決定した。声明文はハト派に傾斜しているものの、雇用情勢の改善が謳われる中でこれを過度に悲観視する向きは無い。リスク判断の部分において、国際経済・金融情勢を注視するとの文言が加えられたことが目を惹くが、注視した結果、リスクバランスが上下どちらに振れるのかは書かれていない。昨年 8～9 月の相場混乱を受けて、確実視されていた 9 月利上げが頓挫し、その後の市場期待復元に難渋したため、今回の声明文ではハト派色を押さえ、3 月以降の政策運営に自由度を確保したのかもしれない。しかし、利上げのもたらす不穏な兆候は経済・金融の各所に見られ始めている。例えばハイ・イールド債市場の混乱に対する利上げの影響などはもう少し吟味されても良いのではないかと筆者は引き続き、米利上げ路線は無理筋であり、正常化路線が挫折する中で、5 年ぶりの円高・ドル安を目指すとの見方を維持。

～ドットチャートへの不信は強まるばかり～

26～27 日の FOMC は FF 金利誘導目標のレンジを 0.25%～0.50%で据え置く方針を決定した。声明文の明確なハト派化を予想する向きもあったが、下方修正はさほどでもなく、ファーストリアクションはドル買い材料として受け止められ、ドル/円相場は一時 119.08 円まで上昇した。だが、現状判断に関し下方修正が相次いだことや国際経済・金融情勢に対するリスク文言が付加されたことで、「年 4 回を想定するドットチャートは非現実的」との見方が強まったのも事実であり、結局、その後は上値追いつけとならず、118 円台前半まで押し戻されている。総じて方向感に乏しくレンジ取引という印象だが、これは為替市場の「年内の米利上げ回数が少なくなりそうな一方、明日の日銀追加緩和が心配」といった心境を反映しているのかもしれない。筆者は引き続き、米利上げ路線は無理筋であり、正常化路線が挫折する中で、5 年ぶりの円高・ドル安を目指すとの見方を維持したい。

～リスクバランスは評価中であり、下方修正とは言っていない……～

声明文に大きな変化は見られていない。景気の現状判断に関しては、昨年後半の減速を認めつつも、肝心要の雇用情勢については一段と改善したと上方修正が施されている。その他の内需項目(個人消費や設備投資)は増勢ペースに関する表現が下方修正された上(solid→moderate)、在庫投資が衰えているとの文言も新しく付加されている。総じて、下方修正が目につくが、利上げのキーファクターとして注目される雇用情勢が上方修正されたことで、これらを囃し立てる向きは多くなさそうである。声明文を受けて NY ダウ平均が下落したのは、景気減速はあくまで昨年後半のことであり、目先に関しては雇用改善の下で利上げ路線が継続されると市場が受け止めたためだろう。実際、利上げに関しては、「緩やかな引き上げ(gradual increases)」の表現が継続使用されており、さすがに利上げスタートの翌月にギブアップすることまではしていない。

今回、全体を通じて注目されたのは「経済・物価見通し」のリスク判断に関し、「委員会は国際経済・金融情勢を注視しているほか、その動向が労働市場や物価、そして見通しのリスクバランスに対してどのように影響するのか評価している」との文言が新たに加えられたことである。しかし、読めば分かる通り、注視した結果、リスクバランスが上下どちらに振れるのかは書かれていない。利上げを決定した前回声明文では見通しに関して「バランスしている (balanced)」と断言されていたものが削除されているため、「そう (バランスしていると) 思っていない」と捉えるのが自然だが、少なくとも現状は「評価中」というのが声明文から読み取れる事実である。

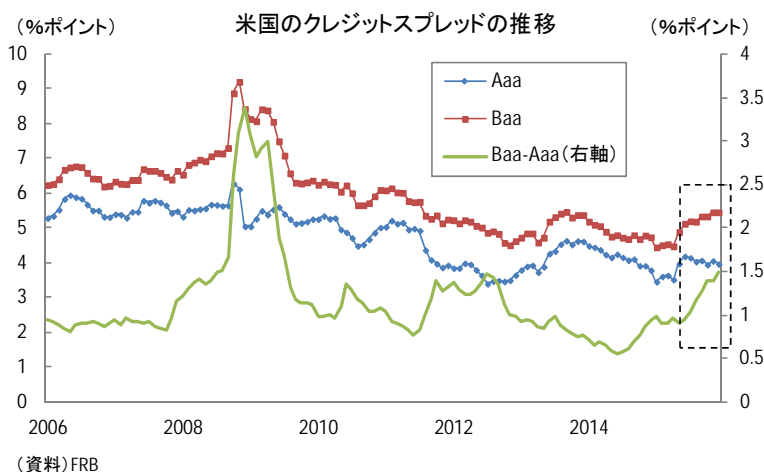
昨年8～9月に世界同時株安に見舞われた際、确实視されていた9月利上げが比較的強めのリスク文言¹と共に見送られるということがあった。その後、雇用統計の改善と共に12月利上げに漕ぎ着けたが、市場期待を復元するには相応の労力が掛かったのも事実である。その教訓を踏まえ、今回の声明文ではハト派色を押さえ、3月以降の政策運営に自由度を確保したのかもしれない。

～利上げのもたらす不穏な兆候～

声明文でも認められているように、明らかに国際経済・金融情勢は動揺し始めており、市場では2000年、2008年そして2016年という「8年周期の大不況」が訪れるのではないかという不安の声まで耳にする。斯かる状況下、世界の資本コストを規定するFRBがその上昇を促すことの意味は今一度熟慮が必要な時期に差し掛かっているように思われる。無理な正常化の歪はドル高による「不況の輸入」という形で既に米企業マインド、企業収益そして生産活動などに影響を与え始めているが、そうした経済指標に限らず、金融市場でも看過できない症状が見られ始めている。

例えば、昨年12月中旬、主に米国

の高利回り債（ハイ・イールド債券、いわゆるジャンク・ボンド）への投資・運用を行ってきた米投資会社が損失拡大により顧客からの解約要求に応じられず、資産凍結（要するに実質破たん）に追い込まれたことが話題となった。2007年8月のパリバショックを彷彿とさせる出来事である。右図は米社債利回りに関し、Aaa格付けとBaa格付けそして両者の差（スプレッド）の推移を見たものである。2014年中頃からスプレッドは拡大し始め、2015年12月時点では2009年7月以来の水準まで拡大している。2009年7月と言えば、リーマンショック後の「悲観の極み」が収束し、漸く景気回復を臨もうとしている時期である。図示されるように、特に2015年中頃からはBaa格付けの利回りが顕著に上昇することがスプレッドの拡大をけん引しており（点線四角部分）、Aaa格付けの利回りはむしろじりじりと低下している。スプレッドの拡大が始まった2014年中頃は現状のドル高局面の起点でもあることを踏まえれば、「FRBの利上げ」と「ハイ・イールド債の混乱」の



¹ 昨年9月のFOMC声明文では「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」との文言が注目された。

間に何らかの因果関係を疑うのが自然だろう。恐らくは超低金利が常態化する中、運用難にあえぐ投資家が藁をも掴む思いで見出した投資先の 1 つがハイ・イールド債だったのだと思われるが、利上げを受けてそれらの債券から資金が抜け始めた(他資産への分散投資が始まった)可能性などが思い当たる。もちろん、原油価格急落によって、エネルギー関連企業の業績が悪化し、それらの企業がハイ・イールド債で資金調達を行っていたという事実もあるだろう。だが、そうした状況を分か
っていないながら利上げを検討し、実際に踏み切った FRB の政策判断に関し、今少し議論が行われて
も良いように感じられる。

今後予想される展開としては、ハイ・イールド債で資金調達を行っていた企業が資金繰りに窮し、別の資金調達手段を探ることなどが考えられる。その際、FRB が利上げ路線を続ける限り、調達環境は確実に厳しくなる。もしかしたら、借り入れ条件の変更や借り換えに応じないといった対応も出てくるかもしれない。そうなれば、実体経済には消費・投資意欲が毀損された経済主体が増えてくることになる。FRB は利上げ路線維持の根拠として引き続き労働市場を含めた堅調な内需を評価
していそうだが、拙速な利上げによってその根拠が徐々に崩れ始めている気がしてならない。

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27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
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