

みずほマーケット・トピック(2016年3月17日)

FOMC を終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～

3月15～16日のFOMCは、政策金利の据え置きを決定。スタッフ見通しにおけるインフレ率予想は大幅下方修正された。これと整合的にメンバーの政策金利見通し(ドット・チャート)も大きく後退しており、昨年12月に4回と見通されていた2016年の利上げ見通しは2回まで半減し、筆者のドル/円相場見通しの前提に接近。引き続き米利上げに関しては「2回出来れば御の字」との見通しであり、年内1ドル105円付近までの円高予想を維持したい。バーナンキ前FRB議長がテーパリングを示唆した2013年5月以来、メンバーの想定する中立金利は下がる一方であり、そもそも政策の方向性自体が本当に正しいのか疑問。今回のドット・チャートは結局のところ、過去2年余りのドル高相場が既に2～3回程度の利上げ効果を有しており、これ以上の引き締めが難しくなっている実情を映し出しているのではないかと。高官発言ではブレイナード理事の言動に同意したい。

～「2回出来れば御の字」の状況が固まる～

3月15～16日のFOMCは、政策金利の据え置きを決定した。堅調な景気回復が強調されながらも、世界経済の弱含みなどを背景としてスタッフ見通しにおけるインフレ率予想は大幅下方修正され、これと整合的にメンバーの政策金利見通し(ドット・チャート)も大きく後退している。昨年来、筆者の為替見通しにおいては、FRBの正常化プロセスに疑義を抱いており、正常化願望への固執が過剰なドル高に繋がるため、2016年の利上げは「2回出来れば御の字」程度にしかならないことを前提としてきた。後述するように、昨年12月に4回と見通されていた2016年の利上げ見通しは2回まで半減しており、筆者の見通しの前提に接近してきている。会合後の為替相場ではドル売りが進行し、一時、対ユーロで1.1244、対円で112.34円をつけている。

～FOMC 声明文:リスク文言が残る～

声明文を見ると、景気判断は1月の「昨年後半に減速した」から今回は「経済活動は緩やかなペースで拡大している」へと上方修正されている。また、重要な雇用判断も1月の「力強い就業者数の増加を含め、最近の広範な労働市場の指標は、労働資源の活用不足がさらにいくらか減少したことを示している」から今回は「力強い就業者数の増加を含め、最近の広範な指標は、労働市場が一段と力強さを増したことを示している」へと上方修正されており、遂に労働資源の弛みを示唆する、「underutilization of labor resources」との表現が削除された。とはいえ、イエレンFRB議長は会見において「労働情勢が幅広く改善しているにも拘わらず、賃金が緩慢なペースでの伸びに止まっていることに幾分驚いている」、「それにも拘わらず、広範な賃金の上昇がみられないことは、労働市場に依然として緩みが存在することを示唆している」と述べており、弛みの消滅に確信を持っているわけではなさそうではある。その他、物価については「ここ数か月間に持ち直した」と引き上げられるなど、タカ派な修正がなかったわけではない。

それでも市場においてハト派的な受け止めが支配的になったのは、後述するドット・チャートの下方修正もさることながら、1月にリスク要因として指摘された「国際経済と金融動向(global economic and financial developments)」が引き続き削除されず、「国際経済と金融動向は引き続きリスクがある」との表現が残されたことも意識された模様である。この点に関し、イエレン議長は会見で「米経済はここ数か月、衝撃にも拘わらず底堅い。また世界情勢がやや下向きのリスクとなっているが、リスクが全て一方向に偏っているわけではない」と述べており、当該表現が残ったことについてフォローするような言動を行っているが、この表現が意識される中で利上げが難しいのもまた事実だろう。

～スタッフ見通し: 悩ましいフィリップス曲線～

なお、改定された 2016～2018 年に関するスタッフ経済見通し(中央値)は、実質 GDP 成長率について「+2.2% / +2.1% / +2.0%」となり、12月の「+2.4% / +2.2% / +2.0%」から下方修正された。また、PCEインフレ率は「+1.2% / +1.9% / +2.0%」と12月の「+1.6% / +1.9% / +2.0%」に比べて、2016年が▲0.4ポイントも引き下げられている。後

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2016年3月時点

	2016	2017	2018	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	2.1~2.3 (2.3~2.5)	2.0~2.3 (2.0~2.3)	1.8~2.1 (1.8~2.2)	1.8~2.1 (1.8~2.2)
失業率 (12月時点)	4.6~4.8 (4.6~4.8)	4.5~4.7 (4.6~4.8)	4.5~5.0 (4.6~5.0)	4.7~5.0 (4.8~5.0)
PCEインフレ率 (12月時点)	1.0~1.6 (1.2~1.7)	1.7~2.0 (1.8~2.0)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	1.4~1.7 (1.5~1.7)	1.7~2.0 (1.7~2.0)	1.9~2.0 (1.9~2.0)	

(資料)FRB

述するドット・チャートの大幅下方修正はこうしたインフレ率見通しに応じた動きとも言えるだろう。一方、失業率は「4.7% / +4.6% / +4.5%」となっており、「4.7% / +4.7% / +4.7%」から上方修正された。イエレン議長が示唆するように、労働市場の改善とインフレ率の上昇の関係(いわゆるフィリップス曲線)について、安定的な動きが確認できないというのがFRBの目下最大の悩みだろう。

結局、市場参加者においてFF金利見通しやこれに付随する資産価格(株、為替、債券)の見通しを分けているのは、「フィリップス曲線が今後機能するかどうか」という一点に尽きると言っても過言ではないだろう。もちろん、労働市場の需給がひっ迫し続けるのに賃金が十分上昇しないということは最終的には有り得ないだろうが、危機を経て両者の関係が弱まっているところに、過度なドル高が押し掛かることでそのメカニズムの働きが悪くなっているのが実情ではないかと思われる。

～政策金利見通し(ドット・チャート)とドル/円見通し～

最も注目されたドット・チャートは2016年末の中央値が0.875%と、12月FOMCの1.375%から0.50%ポイントも低下しており、2016年中に2回の利上げを見込んでいることが示唆された(右表)。冒頭述べたように、昨年12月時点では4回見込まれていたものが半減した格好である。また、長期的な中立金利も3.50%から3.25%へ引き下げられており、米経済の潜在成長率に対

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2016	2017	2018	Longer run
Sep-13	2.00%	n.a.	n.a.	4.00%
Dec-13	1.75%	n.a.	n.a.	4.00%
Mar-14	2.25%	n.a.	n.a.	4.00%
Jun-14	2.50%	n.a.	n.a.	3.75%
Sep-14	2.875%	3.75%	n.a.	3.75%
Dec-14	2.50%	3.625%	n.a.	3.75%
Mar-15	1.875%	3.125%	n.a.	3.75%
Jun-15	1.625%	2.875%	n.a.	3.75%
Sep-15	1.375%	2.625%	3.313%	3.50%
Dec-15	1.375%	2.375%	3.250%	3.50%
Mar-16	0.875%	1.875%	3.000%	3.25%

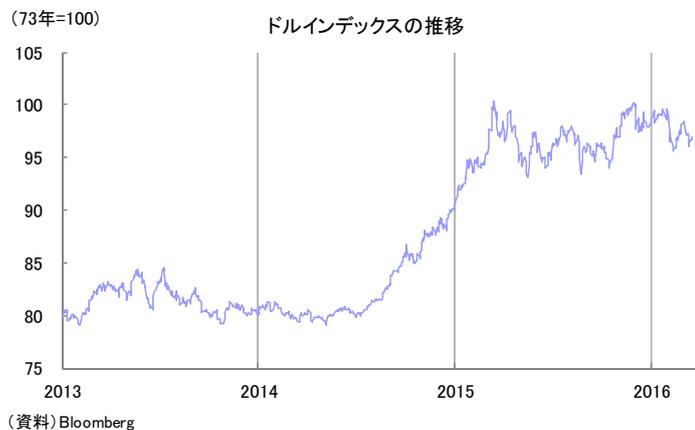
(資料)FRB

する目線が再び下がったことを暗示している。ちなみに中立金利は 2013 年 5 月にバーナンキ前 FRB 議長がテーパリングの方針を示唆し、正常化プロセスが始まって以降、低下の一途を辿っている。そもそも政策の方向性自体が本当に正しいのか疑問を抱かざるを得ない。

なお、為替相場見通しの観点からは、今回の下方修正は示唆に富むものである。年 4 回の利上げペースを当て込んで円安・ドル高ないし円安・株高を予想していた向きは下方修正が必至だろう。冒頭述べたように、筆者は元より「2 回出来れば御の字」との見通しであり、年内 1 ドル 105 円付近までの円高予想を維持する。なお、今回のドット・チャートを見つめると、3 回を示唆する「1.00%～1.25%」に 3 名、4 回を示唆する「1.25%～1.50%」に 4 名が存在する。FRB の利上げへのファイティングポーズは下方修正される余地はまだ相当大きいと感じられる。

～注目したいブレイナード理事の主張～

なお、現状の FOMC メンバーでは正副議長を含めた 5 名の執行部で意見が分裂状態にあるように見受けられる。現状、ハト派の筆頭格がブレイナード理事で、タカ派の筆頭格がフィッシャー副議長との印象が強いが、2 月下旬から 3 月初めにかけてはブレイナード理事が立て続けに講演を行っている(2月26日と3月7日に行っている)。過去の本欄¹でも取り上げたよう



に、本欄ではブレイナード理事の姿勢が真つ当であると考えており、為替見通しの作成上も彼女の主張を参考にしてしている部分が小さくない。特に、同氏の講演を見ていると、ドル高の悪影響をとりわけ気にかけている点が目につく。注目される発言をピックアップすると以下のようなものがある：

- (2014 年半ば以降) 実質実効ドル相場は概ね+20%上昇した。結果、2014 年及び 2015 年の GDP 成長率は、純輸出によってそれぞれ 0.5%ポイントを若干上回る程度、縮小した。また、計量経済モデルによれば、2016 年の GDP に関し、さらに 1%ポイント縮小する見通しである。
- 1 つのラフな推計によれば、過去 1 年半における通貨上昇の影響や株価や長期金利の変化を勘案すれば、米国は FF 金利にして 75bps 相当の金融状況の引き締めを経験した。
- ドル高はインフレ率に対し著しい下押し圧力になるとみられる。2015 年の非石油輸入物価は▲3.5%下落し、コア PCE インフレ率を▲0.5%ポイント押し下げたと推計される。
- それらドル高の効果は生産活動が冴えない米製造業部門で特に顕著であり、農業部門も大きなダメージを被っている。さらに、多くの企業収益がドル高と弱い外需によって悪影響を受けており、回復局面初期では成長に寄与していた企業の設備投資は+1.5%しか増えていない。

過去の本欄や『中期為替相場見通し』でも執拗に議論したように、2014 年半ばからのドル相場の急

¹ 本欄 2015 年 10 月 13 日号『正当性を増すブレイナード FRB 理事のスタンス』をご参照下さい。

騰は歴史的にも異様に早いペースであり、これが利上げ数回分の引き締め効果を持っていても不思議ではない(ブレイナード理事の引用している試算では25bpの利上げで3回分ということになる)。ドルインデックス²の動きを見ても(前頁図)、年初の市場混乱と共にいよいよドル高相場が反転を迎えたかと思いきや、しぶとく横這い推移が続いている。ひとえにFRBが利上げに対するファイティングポーズを解かない一方で、欧州や日本で金融緩和路線が強化されていることの結果だろう。

しかし、ブレイナード理事が常々懸念するように、FRBによる孤高の正常化は世界の運用資金を米国に惹きつけ、結果としてドル全面高の状況を招き、それが実体経済の成長を下押しするという構図に繋がりがかねない(というよりも、もう製造業を中心としてそういった動きが生じている)。確かに2015年以降、ドル相場の騰勢は止まってはいるものの、実態は「高止まり」であり、これがラグを伴いながら金融引き締め効果を発揮し始めているのが現状と見受けられる。今回のドット・チャートは結局のところ、過去2年余りのドル高相場が2~3回程度の利上げ効果を有しており、これ以上の引き締めが難しくなっている実情を映し出しているように思えてならない。

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。

² 本来はブレイナード理事が引用するようにFRB算出の実質実効為替相場(REER)が望ましいが、ここでは日次の動きを追うためドルインデックスを使用。REERは月次データである。

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
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2Iに関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしないのか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見直しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ纏る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≠「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
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～静観する勇氣～
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「痩せ我慢」
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に成れなかった米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年の為替見直しポイント～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】中期為替相場見直し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見直し～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/円見直しに影響なし～
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	イェ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～預金ファンリシ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秋季世界経済見直し～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?～