みずほマーケット・トピック(2016年4月7日)

FOMC 議事要旨(3月15~16日開催分)

本欄で予想してきた通り、FRB の正常化が挫折することを前提に、ドル/円相場の水準調整が確実に進んでいる。この調整は恐らく始まったばかりというのが筆者の基本認識。特に、今回の議事要旨を見ていると、「(緩和の)カードが少ないのだから、現状を壊さないように慎重に利上げしなければならない」という主張が目につく。「そんなに不安ならば正常化の議論を一旦止めれば良いではないか」という根本的な疑問が抱かれるところ。4月利上げが議論された跡が窺えるが、市場の織り込みは皆無であり、予想するに及ばず。6月になっても「(利上げを)やればやるほどドル高になる」という状況が変わっているとは思えず、この先 FRB の利上げを巡る難易度は上がるばかりだろう。俄かに「年内利上げゼロ回」というシナリオも現実味を帯び始めている。

～調整は始まったばかり～

昨日の為替市場でもドル/円相場が続落しており、109円台での推移が定着した格好となっている。発表されたFOMC議事要旨(3月15~16日開催分)は4月利上げが議論された跡が見られるなど、相応にタカ派色が感じ取れる部分もあったものの、多くの参加者が世界の経済・金融情勢が依然として下振れリスクをもたらしているとの認識を示しており、これが現状における主流派のトーンと見受けられた。昨年来の本欄で予想してきた通り、FRBの正常化が挫折することを前提に、ドル/円相場の水準調整が確実に進んでいる。この調整は恐らく始まったばかりというのが筆者の姿勢である。

～弱気になった「糊代論」～

議事要旨中、参加者による現状及び展望を示す部分に目をやれば、「多くの参加者は国際経済・金融状況が国内経済見通しにとって依然下振れリスクと述べた」と記されていることにも表れるように、先行きへの不安が色濃く出ている。また、「高まる国際的なリスクとそれに対応する金融政策の非対称的な能力は米国の金融政策スタンスを調整するにあたって注意を要する」という記述が印象的であった。婉曲的な表現だが、要するに政策正常化を焦って状況を悪化させてしまった場合、これに対応する緩和手段は少ないのだから配慮すべきという意図である。そもそも2013年5月のバーナンキ前FRB議長による議会証言以降で進められてきた正常化プロセスは、来たるべき不況に対しカード(利下げ余地)を溜めるべきという考え方、いわゆる「糊代論」として揶揄されることが多かった。これを強気な糊代論だとすれば、今回の議事要旨で示唆された「カードが少ないのだから、現状を壊さないように慎重に利上げしなければならない」というトーンは弱気な糊代論とでも言えるだろう。同じ糊代論でも、2年前と現在では大分、趣が変わったという印象を受ける。

なお、こうした弱気な糊代論は他の部分でも展開されている。具体的には「多くの参加者は、FF金利の誘導レンジはゼロを若干上回る程度であり、仮に経済活動やインフレが予想よりも相当弱くなった場合、FOMCは引き続き伝統的手段を介した緩和手段の余地が殆ど無いと述べた」とった

箇所が見られる。もちろん、この後には「(金利が低いからこそ)経済が過熱しているように見えたり、物価が予想よりも上昇したりした場合、迅速に利上げできる」という反対の言及も見られるが、現実問題としてこちらの展開は今すぐ心配する話ではないだろう。さらには「こうした(金融政策の)非対称性に鑑みれば、正常化を一步進める前に経済活動や物価見通しの基調的な強さについて追加的情報を待つことが賢明」との記述も見られ、弱気な糊代論が FOMC において勢いを得ている様子が窺える。しかし、「そんなに不安だったら正常化の議論を一旦止めれば良いではないか」という根本的な疑問を抱くのは筆者だけであろうか。やはり正常化プロセスに持続性は感じられない。

～現実味を帯びる年内ゼロ回～

なお、各種ヘッドラインにも表れているように、次回会合(4月27日)における利上げも議論された跡は確かにあるが、「数人の参加者は利上げに対する注意深いアプローチが賢明であり、4月利上げは適切とは思えず、性急さを孕むといった見方を示した」といった記述も見られ、足許の市場の織り込みが皆無(本日時点でゼロ%)であることを踏まえれば、もはや予想するに及ばないだろう。

となると、必然的に6月15日会合における利上げ期待が抱かれるところだが、筆者はこれすら怪しいと考えている。ドル相場は1月会合時点と比べて殆どの通貨に対して下落したものの、議事要旨を見る限り、相変わらず多くの参加者はドル高に対して懸念を抱いている模様である。例えば「多くの参加者は家計支出の相対的な強さは冴えない海外経済の成長と2014年半ば以降のドル上昇によって部分的に相殺されている」との評価が見られており、家計支出以外にも、純輸出によってドル高がリスクである旨が引き続き記述されている。その他、ドル高が物価に対して有する下振れリスクにも言及があり、「海外における成長の弱さはさらなるドル高に繋がり得る」とドルの先高観に身構える様子も窺えた。このように通貨高に対するリスク認識が蔓延する中で、敢えて利上げするという決断にどれだけの意味があるのか筆者には理解しかねる。

確かに、6月になれば海外情勢が今よりもマシになっている可能性はある。しかしだからといってFRB以外の中央銀行が正常化プロセスに着手していることもないだろう。つまり、「やればやるほどドル高になる」という状況はもはや変わりようがない。さらに言えば、6月には英国のEU離脱(Brexit)をかけた国民投票があり、ギリシャ問題が再び炎上する兆候も取り沙汰され始めている。となると、9月や12月だろうか。その場合、大統領選挙の直前・直後というタイミングが政治的に許容されるのか、という視点は出てくる。新大統領候補が民主党にしる、共和党にしる、ドル高を許容する雰囲気にはないことから、決して簡単な決断にはなりそうもない。未だ半年先の状況は読みづらいものの、この先FRBの利上げを巡る難易度は上がることはあっても下がることはないというのが実態と見受けられ、俄かに「年内利上げゼロ回」というシナリオが現実味を帯び始めてるように思われる。

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4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のディスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
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～
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	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
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!にできなかった米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？～