

みずほマーケット・トピック(2016 年 5 月 25 日)

米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罟」から抜けられず～

目下、昨年までに見られたような FRB の正常化プロセスを理由にしたドル高相場が息を吹き返しているが、結局これは一時的なドル安に気を良くした持続性の無いブームのようなものであり、「喉元過ぎれば熱さ忘れる」を地で行っているように思えてならない。こうした流れを受けてドル相場が騰勢を強めれば、FOMC メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)の切り下げに至り、再びドル相場は折り返す恐れ。所詮は一国の経済政策におけるポリシーミックスを考える際、金融政策と通貨政策の方向は一致していなければならないというのが鉄則。米財務省の通貨政策が明らかにドル高を忌避する状況下、FRB の金融政策に連続的な利上げを期待するのは無理筋。米国の政治環境や為替相場を巡る国際的な文脈を踏まえる限り、引き締め路線を模索する FRB の金融政策はドル高相場の調整を志向する米財務省の通貨政策に収斂されてくると予想。

～利上げは何回でも一緒～

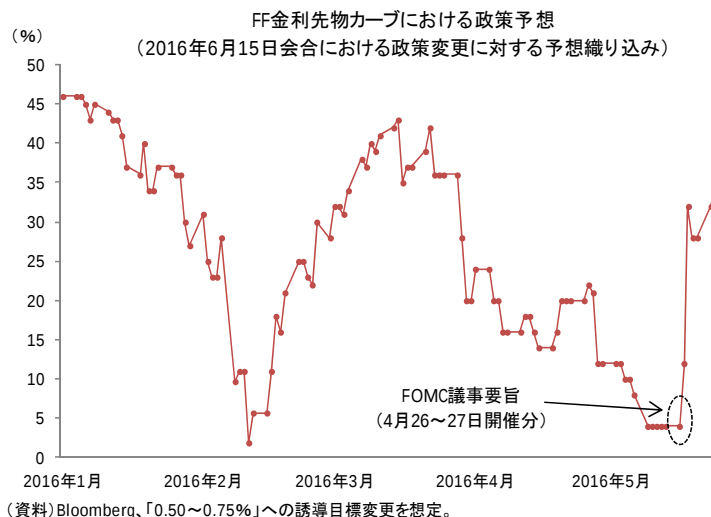
昨日の為替市場はドル相場が上昇する展開。ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁による「年内 2 回ないし 3 回の利上げは容易に予想できる」との発言や米 4 月新築住宅販売が約 8 年ぶりの高水準に積み上がったことなどが意識される中、6 月利上げへの思惑が一段強まり、ドル/円は 110 円台を回復している。目下、昨年までに見られたような FRB の正常化プロセスを理由にしたドル高相場が息を吹き返しているが、結局これは一時的なドル安に気を良くした持続性の無いブームのようなものだろう。再び、ドル相場が既往ピーク(今年 2 月付近)まで上昇した場合、昨年 12 月から今年 3 月に見られたような FOMC メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)の切り下げに至り、反落するのではないかと。筆者は年内利上げゼロ回をメインとしているが、後述するように、そもそも利上げしようとしまいと、ドル高相場が続くそうにないというシナリオには大きな変更は無い。

～息を吹き返す正常化プロセス～

足許のドル/円相場の持ち直しは先週 18 日に発表された FOMC 議事要旨(4 月 26～27 日開催分)を起点としている感が強い。具体的に同議事要旨では、「多くの参加者は、今後明らかになるデータが、第 2 四半期(4～6 月期)に経済成長が上向き、労働市場が引き続き力強さを増し、インフレが委員会の目標である 2%に向けて進展している状況と一致すれば、フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標のレンジを 6 月に引き上げるのが適切になりそうであると判断した」といった議論の跡が確認され、俄かに 6 月利上げを当て込んだドル買いが強まっている。

もちろん、「数人の参加者は、今後入手される情報が、6 月中旬までに FF 金利誘導目標を引き上げる十分なサインを提供しないかもしれないと懸念を示した」と慎重姿勢も見られるが、その一方で「何人かの参加者は、6 月会合で誘導目標レンジが引き上げられる確率を市場参加者は適切に評価していないかもしれない」との意見も見られている。また、それと同じ「何人かの参加者(some

participants)」「経済・金融動向に対して委員会がどのように反応していくつもりなのかということに関し、会合と会合の間で明確なコミュニケーションを行うことの重要性を強調した」とも記されている。これらの記述を非常にラフに言い直せば、「市場参加者は我々の利上げスタンスを見くびり過ぎている」ということになるのか。いずれにせよ、こうした FOMC のムードが 4 月以降に見られてきた一部の FRB 高官によるタカ派な情報発信の根源になってきたものと思われる。こうした議事要旨を受けて、それまで 5% にも満たなかった FF 金利先物に見る 6 月会合の利上げ織り込みは現状で 30% 台半ばまで高まっている。正常化プロセスの続行とそれに伴うドル高相場を当て込む向きが俄かに拡大していると読むべきだろう。



～米金融・通貨政策の捻じれ～

既に述べたように、年内利上げは難しい(ゼロ回である)というのが筆者の基本認識だが、この議事要旨を見る限り、6 月利上げは行われても不思議ではない。しかし、所詮は一国の経済政策におけるポリシーミックスを考える際、金融政策と通貨政策の方向は一致していなければならないという鉄則を思い返すべきである。4 月 29 日に米財務省が公

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では..
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	
③	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	ユーロ圏
④	緩和	引締め	通貨高	×	
⑤	引締め	緩和	通貨安	×	
⑥	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止	
⑦	引締め	引締め	通貨安	×	今の米国？
⑧	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	

(資料)筆者作成による。×は実現不可能なポリシーミックス。

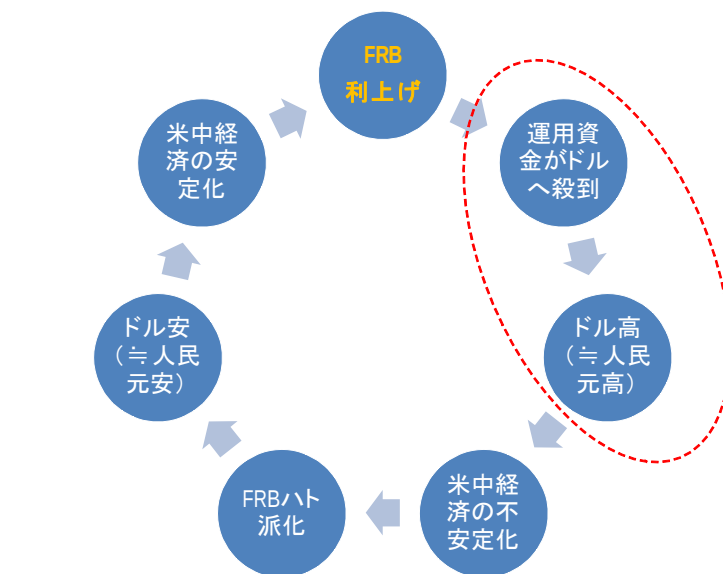
表した為替政策報告書やこの前後に付随して見られたルー米財務長官の言動は明らかにドル高を忌避するものだった。ドルインデックスなどを見ても、過去 2 年におけるドル高相場の清算は始まったばかりという印象は拭えず、最近の製造業マインドの持ち直しなどは明らかにこうした為替相場に応じた動きと考えられる。ドル高の落ち着きと共に経済指標が落ち着いてくれば金融政策(FRB)における引き締め路線が息を吹き返してくるのは致し方ないが、元より通貨政策(財務省)における通貨安路線は経済動向のみならず国内政治情勢を汲み取った動きだったはずである。現状、両政策の方向性は矛盾しつつあるのではない。

～「ドル高の罟」という悪循環～

今年後半になれば、新しい米大統領の通貨政策に注目が集まろうが、クリントン氏になろうと、トラン

プ氏になろうと、ドル高をけん制する通貨安路線に大きな違いがありそうにない。新政権になった後、政策当局から積極的なアクション(関税・非関税障壁の引き上げ)があるとまでは予想しないが、2014年6月以降に見られてきた「孤高の正常化に応じたドル独歩高」が許容される可能性が高いとも思えない。結局、今の世界で利上げを出来るのがFRB だけである以上、FRB が再び利上げに前向きになれば世界の運用難民が米国へ押し寄せることは避けられない。結果、再びドル独歩高の様相が強まり、米経済は思わぬ金融引き締め効果を被ることになる。この「ドル高の罟」

米利上げを巡る悪循環イメージ



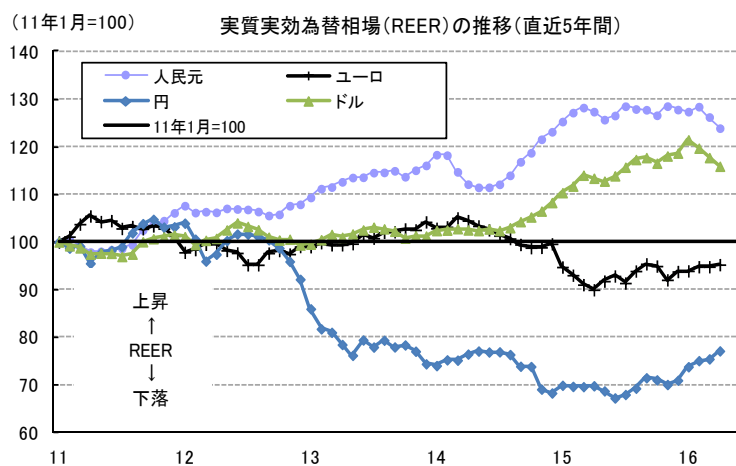
(資料)筆者作成

とでも言うべき悪循環が断ち切られない限り、FRB に連続的な利上げを期待するのは無理筋に思えてならない。連続的な利上げを期待できないならば、ドル高シナリオは非常に脆いものになるはずである。繰り返しになるが、足許で再び利上げ期待が高まり始めているのは、ドル高が落ち着いたからであり、文字通り、「喉元過ぎれば熱さ忘れる」を地で行っているだけに思われる。

このような「ドル高の罟」が発生しないためには、FRB が利上げに前向きになってもドル全面高にならないような環境が必要であり、例えば過去であれば FRB が利上げする時には新興・資源国は複数回利上げしていた。こうした状況であればドルを原資とするキャリー取引が勢いづき、むしろ利上げしてもドル安になるという地合いにすらあった。現状に目をやれば、FRB 以外に正常化を模索できる中央銀行が世界的に稀有であるため、どうしてもドル高を惹き起しやすい。

～金融政策は通貨政策へ収斂される見通し～

昨年 8 月 11 日の人民元の大幅切り下げ以来、世界経済の風景は明らかに変わった。その出来事が意味したのは「分相応な通貨高に中国はもう付き合えない」ということだったはずである。実質的なドルペッグ相場の結果、過去 5 年間、人民元は G4 通貨(ドル・ユーロ・円・元)の中で最も通貨高の按分を引き受けた通貨という位置付けになっていた(図)。「緩やかなドル安」を主軸として「緩やかな元安」を演出するという暗黙の上海 G20



(資料) BIS、※Broadベース

合意の真偽は知る由もないが、そのような合意があろうとな

かろうと、ドル安が米中ひいては世界経済の安定に必要なとの事実は明らかにある。逆説的には、そのような事実があるからこそ、そうした暗黙の合意に対する観測が浮上しているのだろう。米国の政治的環境や為替相場を巡る国際的な文脈を踏まえる限り、引き締め路線を模索する FRB の金融政策はドル高相場の調整を志向する米財務省の通貨政策に収斂されてくるのではないか。

以 上

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」)について～結局はドル高が辛くっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
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フ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	TLTRO2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～侮やまれる満点回答～)
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、為替見通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える期待について
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「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! にならなかった米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と現状のドル/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？