

みずほマーケット・トピック(2016 年 6 月 16 日)

FOMC を終えて～「利上げの有無」を超えて～

FOMC は市場予想通り、金融政策の現状維持を決定。声明文では雇用減速の兆候が新たに言及され、注目されたメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)も中央値こそ年 2 回のペースが維持されたものの、年内 1 回と見込むメンバーが増えるなど全体としてハト派に傾斜した感は否めず。イエレン FRB 議長は必死に利上げはいつでも有り得るとの情報発信に腐心しているが、もはや意地になっているようにしか見えず。FRB の正常化プロセスは物価の騰勢にかかっているが、既に雇用回復が成熟化しているのだとすれば、今から利上げしても効果が出る頃には失業率が上がり始めているという恐れがやはり残る。中立政策金利が徐々に引き下げられる中で、政策正常化を模索し続ける動きがもう 3 年も続いており、そろそろ利上げの正当性を問い直すのが自然。「利上げの有無を議論するステージ」の先を見据えた上で、為替見通しを策定していきたい。

～もはや意地になっているイエレン FRB 議長～

14～15 日にかけて開催された FOMC は市場予想通り、金融政策の現状維持を決定した。声明文では雇用減速の兆候が新たに言及され、注目された政策委員会メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)も中央値こそ年 2 回のペースが維持されたものの、年内 1 回と見込むメンバーが増えるなど全体としてハト派に傾斜した感は否めない。イエレン FRB 議長は記者会見で必死に利上げはいつでも有り得るとの情報発信に腐心しているが、もはや意地になっているようにしか見えない。このまま雇用の減速が続けば、利上げは物価の騰勢に賭けるしかないが、如何にデュアルマンド(2 つの責務:①雇用最大化、②物価の安定)とは言っても、雇用(≡実体経済)の減速を横目に物価の上昇を理由として利上げするという政策運営は相当勇気が要る。イエレン議長は今回の利上げ見送りは英国の EU 離脱(Brexit)を理由にしたものと明言しているが、自国経済への不安も無かったとは言えまい。

結局、FRB の正常化プロセスは遅きに失している疑いが強く、複数回の利上げを定期的に行うならばドル相場が上昇途上にある 2014～15 年にやっておくべきだった。こうした結果を受けたドル/円相場は一時 105.41 円と年初来安値を更新しており、105 円台が定着してしまっている。

～声明文:ハト派傾斜の印象は否めず～

景気認識を示す声明文冒頭は「the pace of improvement in the labor market has slowed while growth in economic activity appears to have picked up」となり、雇用市場の減速に言及しつつ景気の全体感を引き上げることでバランスが取られている。この辺りは過度にハト派と受け止められないための苦肉の策だろう。とはいえ、項目別の景気判断においては 4 月の「A range of recent indicators, including strong job gains, points to additional strengthening of the labor market」が今回は「Although the unemployment rate has declined, job gains have diminished」へと変更されており、

雇用市場の減速に改めて言及がある。その他、声明文において特筆すべき変更は見当たらないが、4 月まで利上げ提案をしていたジョージ・カンザスシティ連銀総裁がこれを撤回したことなどは現状を象徴する動きと言えるかもしれない。やはり全体としてハト派に傾斜した印象は否めない。

～スタッフ経済見通しは据え置き～

スタッフ経済見通し(表)に関し、2016～2017 年について、3 月時点の見通しと比較すると、実質 GDP 成長率見通しが小幅下方修正されている一方、失業率は横置きとなっている。2018 年まで目をやれば、実質 GDP 成長率は横這い、失業率はやや低下となっており、実体経済に対する見通しは 3 か月前と大きく変わっていないというのが実情だろう。一方、FRB の正常化プロセスにとって「頼みの

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2016年6月時点

	2016	2017	2018	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	1.9～2.0 (2.1～2.3)	1.9～2.2 (2.0～2.3)	1.8～2.1 (1.8～2.1)	1.8～2.0 (1.8～2.1)
失業率 (3月時点)	4.6～4.8 (4.6～4.8)	4.5～4.7 (4.5～4.7)	4.4～4.8 (4.5～5.0)	4.7～5.0 (4.7～5.0)
PCEインフレ率 (3月時点)	1.3～1.7 (1.0～1.6)	1.7～2.0 (1.7～2.0)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	1.6～1.8 (1.4～1.7)	1.7～2.0 (1.7～2.0)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	

(資料)FRB

綱」となりつつある物価情勢に関しては、個人消費支出(PCE)デフレーターが総合ベース、コアベース共に 2016 年について上方修正されており、この辺りがイエレン議長の「利上げはいつでも有り得る」とのスタンスに直結していると思われる。そもそも失業率が予測期間全般に亘って自然失業率を下回っている以上、中央銀行として利上げを示唆しなければならない状況というのは分かる。ただ、既に雇用回復が成熟化しているのだとすれば、今から利上げしても効果が出る頃には失業率が上がり始めているという恐れがやはり残る。

～ドットチャート:意地にならずに利上げ停止を・・・～

注目されるドットチャートに関しては 2016～2018 年の中央値に関し、0.875 % /1.625%/2.375%となっており、2016 年は据え置き、2017 年は▲0.25%ポイント、2018 年は▲0.625%ポイント引き下げられている(表)。結果としてドットチャートで示唆される年内の利上げペースが「年内 2 回」という含意は不変だが、その中身を見るとやはりハト派色の強まりは見取れる。2016 年の分布を見ると、年内

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%
Jun-16	0.875%	1.625%	2.375%	3.00%

(資料)FRB

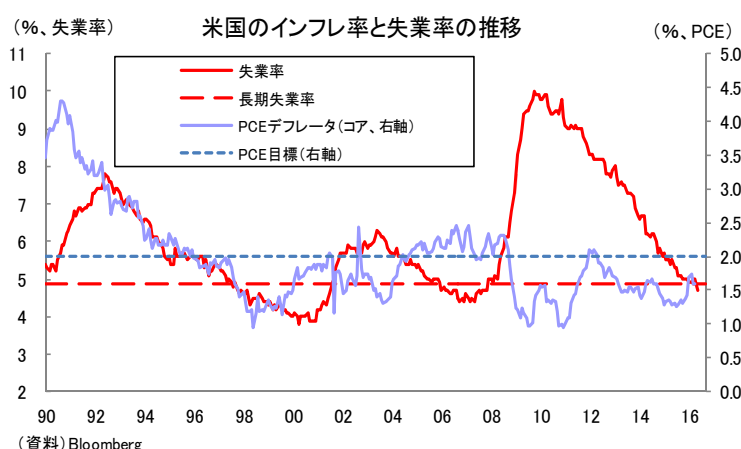
の利上げを 1 回と見込むメンバーが急増している。具体的に、3 月までは 2016 年末値を 0.625% (利上げ 1 回相当)と見込んでいるメンバーは 17 名中 1 名しか存在しなかったが、今回はこれが 6 名へ増えた。しかし、2016 年末値を 0.875% (利上げ 2 回相当)と見込むメンバーは 9 名で変わっていないために中央値は辛うじて下方修正を免れた格好である。とはいえ、1.125% (利上げ 3 回相当)が 3 名から 1 名、1.375% (利上げ 4 回相当)が 4 名から 1 名へ減少しており、こうしたメンバー

が 0.875%へシフトし、3 月に 0.875%と見込んでいたメンバーが 0.625%へ降りてきたのだと推測される(もちろん、いきなり 1.375%から 0.625%へ引き下げたメンバーもいるかもしれないが、真っ当に考えれば漸次的に変更するだろう)。間違いなく言えることは、先行きの利上げペースについて自信を失っているメンバーが増えているということである。また、メンバーの想定する長期的な政策金利の中央値が遂に 3.00%ちょうどまで下がってきていることも目を惹く。中立政策金利ひいては潜在成長率と見なされる水準が徐々に引き下げられる中で、政策正常化を模索し続ける動きがもう 3 年も続いている。中立政策金利は要するに利上げの終点を示すわけだが、例えるならば、走るスピードが遅過ぎて一向にゴールが見えてこないの、ゴール自体の位置を手前に引き寄せるような状況が定着していると言える。意地にならず、まずは走ること(正常化)を停止すべきではないか。

～円相場見通しに対する含意～

引き続き本欄では米利上げは年内ゼロ回をメインとし、米通貨・金融政策として通貨高が容認できないとの背景から円高の進行が続くと考え。確かに、デュアルマンデート上は引き締めが正当化される状況にあるが(図)、金融市場は物価の計数よりも雇用のそれに強く反応する。イエレン議長は直近 1～2 か月分の雇用統計が悪かったくらいでうろたえるべきではないとのスタンスだが、市場の利上げ期待は先般の 5 月雇用統計によって完全に折られてしまったし、それに言及した今回の FOMC で一段と円高になった。片や、昨日発表された米 5 月生産者物価指数(PPI)は予想を上回る結果となったが、これを受けて利上げ期待が高まり、ドル買いが進む雰囲気は全くない。責務として物価と雇用に問題意識を置くにせよ、市場の注目度は比較にならないのである。今後、雇用(景気)が減速する一方で物価が上昇し始めた場合、FRB は利上げを続けられるのだろうか。

だが、その利上げは数か月後に効果を発現させ、その頃には物価が下落し始めている恐れもある。要するに、今の FOMC の政策運営はビハインド・ザ・カーブになっている可能性が否めない。結局、雇用統計がはっきり減速してくれば、如何に物価が堅調でも FRB は(今回そうだったように)利上げの手を止めるしかないだろう。景気拡大局面が既に成熟化しつつあることを踏まえれば、もはや利上げの手を止めるまでの展開は確度が高いように思える。問題はその先の利下げ、そして量的緩和(QE)再開と言ったリスクである。過去 3 年に亘って繰り広げられてきた「利上げの有無を議論するステージ」の先を見据えた上で、為替見通しを策定していきたい。



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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
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と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レーションとユーロ高懸念
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連なる期待について
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～