

みずほマーケット・トピック(2016 年 7 月 7 日)

FOMC 議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～

昨日公表された FOMC 議事要旨(6 月 14～15 日開催分)からは、FRB の利上げに向けたファイティングポーズが崩れ始めている兆候が見て取れた。特に、今回の議事要旨では、中立金利を巡る FOMC メンバーの問題意識が徐々に大きくなっていそうなことが目についた。正常化に向けた対話を始めた 2013 年には 4%だったメンバーの想定する長期政策金利(≡中立金利≡潜在成長率)は過去 3 年間で 3%まで低下している。「もう複数回利上げできるような経済ではない」という可能性に関し、FOMC が問題意識を持ち始めているのかもしれない。それは過去 3 年間、相場のテーマであった「FRB の正常化プロセス」に関し、「そもそも正常の定義が変わったのではないか」という問題意識が高まっている状況とも読める。今後、「有りもしない正常」への回帰に固執すべきではないという論点が重要になってくるだろう。少なくとも利上げを模索できる状況には思えず。

～可視化され始めた Brexit の「実害」～

昨日のドル/円相場は一時 100.20 円まで急落する展開。英国の EU 離脱(Brexit)が決定して 1 週間あまりが経過した所で、いよいよその「実害」が可視化され始めている。Brexit に伴って事業法人並びに金融機関が英国から流出するとの懸念は常時指摘されてきたが、当然そうなれば不動産価格が直接的に影響を被る。こうした事情を背景として英国を投資対象とする不動産ファンドが解約ラッシュに直面しており、これに対応できなくなったファンドが順次解約停止の決断に追い込まれている。「ファンドの解約停止」は多くの市場参加者にとって戦慄を覚えさせるキーワードだが、一連の動きが 2007 年 8 月のいわゆるパニッシュショックに相当する動きなのかはまだ見極めを要する。しかし、こうした動きに連動して、かねてより不安が囁かれていたイタリア国内銀行の不良債権問題が再燃しており、緊張感が高まっている。『中期為替相場見通し』では 7～9 月期におけるドル/円相場の二桁定着をメインシナリオにしているが、その確度はやはり高いと考えられる。

～6 月 FOMC 議事要旨の読み方～

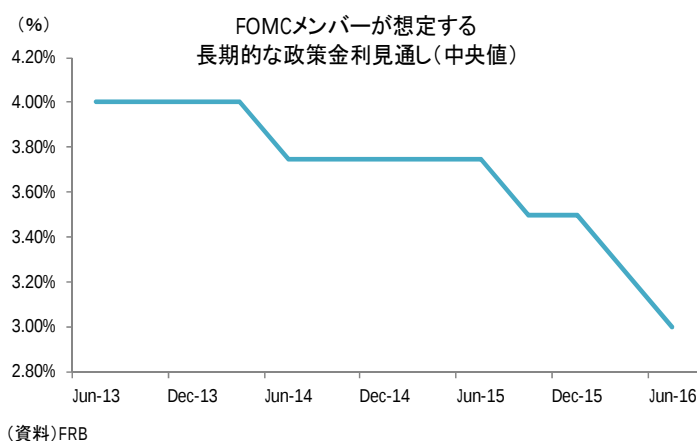
ところで昨日は FOMC 議事要旨(6 月 14～15 日開催分)が公表されている。Brexit を問う国民投票への懸念や弱い米 5 月雇用統計を背景として利上げを見送った会合である。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)の中央値こそ年内据え置きとなったものの、年内 1 回と想定するメンバーが 1 名から 6 名へ増加するなど、実態としては FOMC のハト派化を示す会合であった。議事要旨もこれに沿った印象を与えるものであり、「多くのメンバーは、金融政策スタンスの調整可否を判断するにあたり、経済がどのように進展しているかをはっきりさせるため、労働市場、生産、支出に関して追加的な情報を積み上げる必要があると判断した」など、経済の不確実性を踏まえ、慎重に行動すべきとの意見が大勢と見受けられる。6 月 3 日公表の米 5 月雇用統計が劇的に悪い結果に陥った以上、このような意見が出るのは自然だろう。なお、こうした FOMC のスタンスは昨日、タルー

ロ FRB 理事が物価上昇に関して「もっと確信を持ちたい」と述べたことにも表れる。同理事はそうしたファンダメンタルズを度外視して金利水準を「正常化」すべきとする考え方(いわゆる糊代論)にも賛同できないと述べている。FRB が利上げする理由は日増しに乏しくなっていると述べている。

6 月利上げ見送りの理由としては当然、Brexit を巡る警戒も挙げられていた。具体的には「英国国民投票の結果がもたらす国際金融市場や米経済見通しに対する影響を評価するため、投票結果を待つのが賢明」との意見が見られている。結果、この判断は正解だったわけだが、上述したように、Brexit の余波がリーマンショック型の金融危機を予感させる兆候まで出ている中、真っ当に考えれば利上げなど議論できる段階には思えない。6 月 FOMC 後の記者会見でイエレン FRB 議長は 7 月にも利上げは有り得るかのような言動を行っていたが、今回の議事要旨の内容を踏まえる限り、それは市場に対するブラフ(はったり)だったように思えてならない。明日の米 6 月雇用統計を受けて今月 26~27 日の FOMC への見方も変わってこようが、後述するように、米経済に対して構造的な不安が持ち上がっている以上、正常化プロセスを進めるのが得策とはどうしても思えない。

～「正常」の定義は変わりつつある～

今回の議事要旨では、中立金利を巡る FOMC メンバーの問題意識が徐々に大きくなっていきそうなことが目についた。過去の本欄¹でも言及したように、正常化に向けた対話を始めた 2013 年には 4% だったメンバーの想定する長期政策金利(いわゆる中立金利)は、過去 3 年間で 3% まで低下している(図)。これは米国の地力に見合った(非常にラフに言えば米景気を過熱も停滞もさせない)金利が



3 年で 1% ポイントも落ちたことを意味する。目指すべき利上げの「終点」が徐々に引き下がっていることに関し、6 月 FOMC でも議論が盛り上がった跡がある。具体的には、「長期の中立金利は相当不透明だが、低い生産性の伸び率や人口動態の基調によって、それは歴史的水準と比較して下振れていそうと多くのメンバーは判断した」とある。また、これに続き「中立的な FF 金利に対して大きな不透明感がある現状を踏まえれば、もし漸次的な政策調整を進めた場合、利上げが経済に与える影響を委員会は測定した方が良い」との意見も見られている。回りくどい言い方だが、「もう複数回利上げできるような経済ではない」という可能性に関し、FOMC が問題意識を持ち始めているということだろう。それは過去 3 年間、相場のテーマであった「FRB の正常化プロセス」に関し、「そもそも正常の定義が変わったのではないか」という問題意識が高まっている状況とも読める。

～崩れ始めたファイティングポーズ～

とはいえ、全体的にハト派なトーンを散りばめつつ、依然として「多くの参加者は、委員会の責務に向けたさらなる進展を示す経済予測を踏まえれば、FF 金利の適切な誘導目標レンジは来年にか

¹ みずほマーケット・トピック 2016 年 6 月 16 日号『FOMC を終えて～「利上げの有無」を超えて～』をご参照下さい。

けて上昇していくことを依然期待(still expected)している」とあり、まだファイティングポーズは保っている。しかし、「still expected」という表現に「状況は苦しいがまだ頑張れる」といったニュアンスを感じるのは筆者だけだろうか。昨年までは利上げに向けて果敢なファイティングポーズを見せていたFRBが僅かに怯み始めた兆候として注視したいところである。そもそも上述したような、中立金利ひいては潜在成長率の地盤沈下を仄めかす議論は金融政策の引き締め議論と真っ向から対立する。「失われた 20 年」における日本がそうであったように、潜在成長率が低下傾向にある中では供給過剰(需要不足)が慢性化し、物価は上がらず、必然的に金融政策は常に緩和状態というのが「正常」となる。目先の雇用統計云々よりも、さらに重要な変化が米経済に起こっており、これがいつまで経っても利上げに踏み込めない原因となっていることを認識すべきなのだろう。「有りもしない正常」への回帰に固執すべきではないという論点が、今後ますます重要になってくるはずである。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(Brexit)にEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
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	投機ボジションにおける「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～論点は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シ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～悔れない、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	中国版プ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「期待への動きかけ」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～
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～