

みずほマーケット・トピック(2016年7月28日)

FOMC を終えて(7月26～27日開催分)

26～27日に開催されたFOMCは金融政策の現状維持を決定。6月雇用統計の持ち直しや英国のEU離脱(Brexit)を受けた相場混乱の落ち着きを踏まえ、声明文は上方修正されているが、特段驚きをもたらすものではなく概ね想定範囲内。総じて6月声明文からの態勢立て直しが強調される仕上がりになった印象は強く、FRBは今秋に向けた利上げを諦めていない模様。また、4月FOMCがそうであったように、「声明文の表現を控えめにして、タカ派な議論の実態を隠す」というパターンは警戒したいところ。この点、8月17日の議事要旨発表が円安リスクになる恐れに留意したい。とはいえ、結局のところ、「FRBが利上げできるかどうか」という問いは「米国がドル高に耐えられるかどうか」という問いと同根であり、筆者は「耐えられない」という考えの下でドル安・円高を予想してきたし、今後に関してもそう考えている。単月の雇用統計やFOMC声明文が多少強気に振れたからと言って米国の通貨政策がドル高を飲むような姿勢になるとは考えにくい。

～日銀会合はいずれにせよ円高イベントか～

昨日の為替相場は本邦政府・日銀の政策対応に関し思惑が交錯する中、乱高下の展開。東京時間には政府が検討する経済対策の事業規模が28兆円超に及ぶとの報道が相次ぐ中、株価が急伸した。また、こうした政府の姿勢に日銀も歩調を合わせるとの見方から追加緩和観測も高まり、ドル/円相場も一時106.54円まで上昇する展開となった。この過程では財務省が50年債発行を検討しているとの報道も重なり、一段と円安・株高相場が過熱したが、これは財務省が即座に否定している。これによりドル/円相場は反落しているものの、105円台での推移は続いている。現状の為替・株の水準ならば明日の日銀金融政策決定会合では無理に追加緩和を実施する必要がないと筆者は考えるが¹、殆どの市場参加者は追加緩和を当て込んでいる。しかし、もはやこれだけの織り込みになっている以上、現状維持であろうと追加緩和であろうと、会合後のドル/円相場は失望ないし出尽くしで円高になる公算が大きいのではないかと。

～態勢立て直しを強調した7月FOMC～

堅調なドル/円相場には米金融政策の見通しが程々に明るいという状況も寄与しているかもしれない。26～27日に開催されたFOMCは金融政策の現状維持を決定したが、一部声明文の表現が上方修正されるなどどちらかと言えばタカ派に振れる内容となった。5月雇用統計の悲惨な結果(前月比+3.8万人、その後+1.1万人に下方修正)を受けて、6月FOMC声明文はハト派色が強まっていたが、今月発表された6月雇用統計が強い結果(同+28.7万人)となったことや英国のEU離脱(Brexit)を受けた相場混乱が落ち着きを見せていることなどを踏まえれば、声明文の上方修正はほぼ想定範囲内だったとも言える。

¹ 本欄2016年7月21日号『日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)』をご参照下さい。

具体的には、景気認識を示す声明文冒頭は「the labor market strengthened and that economic activity has been expanding at a moderate rate」となり、前回の「the pace of improvement in the labor market has slowed while growth in economic activity appears to have picked up」から、明確に上方修正されている。だが、5月、6月共に極端な結果であり、これに応じて声明文のトーンが乱高下することは問題含みであるように思う。せめて今回は5～6月を均した雇用の増勢(同+15万人程度)を捉えて評価を与えるのがフェアだったように思われるし、より望ましい評価としては基調的な雇用の増勢が昨年来で減速していることについて懸念を示すことが必要だったようにも感じられる。この点は、毎度論点として挙がる景気拡大の成熟化問題と密接に関係してくるだろう。また、経済活動は「picked up」から「expanding at a moderate rate」、個人消費は「strengthen」から「growing strongly」とされ、6月声明文からの態勢立て直しが強調される仕上がりになった印象は強い。

～注意したい議事要旨～

なお、「次の一手」が利上げであるということに関しても、引き続き意欲を隠していない。先行き見通しの部分に関し、「Near-term risks to the economic outlook have diminished」との一文をわざわざ加えたのは「今回は駄目だが、今秋以降の利上げは有り得る」ことへの示唆だろう。また、今回合の議事要旨には注意したい。というのも、「声明文の表現を控えめにし、タカ派な議論の実態を隠す」という手口(?)が4月FOMCの際に見られている。執行部(正副議長+理事)の意向が反映されやすい声明文と議論の実情が浮き彫りになる議事要旨は基本的に同じ方向感を示すものだが、現状のFOMCでは執行部にハト派が多く(例:イエレン、ブレイナード、タルーロ)、それ以外のメンバーにタカ派(例:メスター、ラッカー、ジョージ)が多い。結果として、4月FOMCのように「蓋を開ければ意外にタカ派」という事態が起きやすい(もしくは意図的に声明文と議事要旨の間のバランスを取っているのかもしれない)。この点、8月17日に公表される今回合の議事要旨は要注意だろう。今回はジョージ・カンザスシティ連銀総裁の利上げ提案が復活しているだけに、踏み込んだフレーズが取り沙汰される可能性はある。

今回の声明文を受けて、金融市場は年内利上げを50%織り込むが、筆者には過剰な期待に思えてならない。新政権誕生を前にして、ドル高を惹起することが明白な利上げに踏み切る政治的な難しさはないのだろうか。また、10月にはイタリアで憲法改正を賭けた国民投票が行われる。同投票がレンツィ政権への信任投票となっている以上、イタリア政府は欧州委員会から何とか自国銀行に対するバイルアウト(公的支援)の承認を獲得しなければならない。この点、バイルイン(破綻処理における投資家負担)の原則論を徹底したい欧州委員会との溝は深く、10～12月期がイタリア問題で混乱している可能性は否めない。

～ドル高の難しさは変わらず～

こうしたFOMC声明文を受けても筆者の為替相場見通しは変わらない。結局、「FRBが利上げできるかどうか」という問いは「米国がドル高に耐えられるかどうか」という問いと同根であり、筆者は「耐えられない」という考えの下でドル安・円高を予想してきたし、今後に関してもそう考えている。これまで幾度も述べてきたように、世界中で利上げを模索できる中央銀行がFRBだけである以上、利上げへの意思を示しただけで運用資金がドル建て資産に殺到し、ドル全面高を強いられる。そのド

ル高を受けて、製造業を中心に実体経済が圧迫され、正常化スタンスが後退する。簡単過ぎる理屈である。今のFRBが3年間の助走期間に対して1回しか利上げできていないのは、その長過ぎる助走期間に利上げ2~3回分の引き締め効果をもたらすドル高が発生したからである。

また、洋の東西を問わず、新政権1年目で通貨高を積極的に容認することは難しいはずだ。トランプ氏であれ、クリントン氏であれ、これまでの言動を踏まえれば、米国の通貨政策がドル相場の低め誘導を希望する可能性は高い。金融政策として如何に正常化(引き締め)方向を望んでも、通貨政策がこの逆

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 バイラレル回避	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。

方向(通貨安)を向いては、市場は利上げを信じ、ドルを買い進めることができない。市場参加者にとってはイエレン議長の言動も重要だが、政治的な意思を反映するだろウルー米財務長官の言動も看過できないのである。上表で言えば、現状の米国は⑦の実現不可能なポリシーミックスを取っている状態であり、基本的にこの捻じれはどこかで修正される必要がある。

筆者は修正を迫られるのは金融政策になると考えている。単月の雇用統計やFOMC声明文が多少強気に振れたからと言って米国の通貨政策がドル高を飲むような姿勢になるとは考えにくい。景気拡大局面が終焉に近づいているとの観測が強まる中、米国のポリシーミックスは捻じれが生じている現状の⑦の組み合わせから、①もしくは③へとシフトしてくる公算が大きいのではないかと。いずれにせよドル相場の上値を重くする展開である。

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/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマホ議論～円の信託を「即き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諸観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
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～
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～
2016年6月24日	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23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)とユーロ相場見直し
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「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なっただけ～)
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…～
2016年4月26日	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)
2016年4月25日	「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～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」～)