

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 18 日)

FOMC 議事要旨(7 月 26～27 日開催分)～自信喪失?～

昨日発表された FOMC 議事要旨(7 月 26～27 日開催分)は事前に報じられていたタカ派な FRB 高官発言とは裏腹に慎重な内容だった。同会合の声明文が明確に上方修正された割には、FOMC の利上げに向けた積極性は感じられず、正常化という試みについて自信を喪失しつつあるような印象を受けた。足許の円高・ドル安はこれまで FRB の正常化プロセスを過度に楽観視してきた人々が悲観に乗り換える過渡期で生じている調整なのではないか。そもそも「正常化(normalization)」という言葉に違和感を覚える。例えば中立金利(3.00%)は本当に「正常(normality)」な状態なのだろうか。FRB が「有りもしない正常」へ固執することで米経済が分不相応なドル高を強いられれば、米国はもちろん、最終的には世界経済が迷惑する。「ドル高では誰も幸せになれない」という現状を踏まえれば、やはり FRB は遅かれ早かれ正常化プロセスを諦めることになるだろう。引き続き本欄では、年内は 95 円、今後 1 年では 90 円の円高・ドル安予想を維持。

～いよいよ二桁定着相場へ～

昨日の為替相場ではドル相場が軟化する展開。ダドリー・ニューヨーク連銀総裁やロックハート・アトランタ連銀総裁によるタカ派な発言を受けて堅調推移していたドル相場だが、昨日発表された FOMC 議事要旨(7 月 26～27 日開催分)はそうした事前発言や同会合の声明文から類推されるほど強気な内容ではなく、これを受けてドルを手放す動きが優勢となっている。ドル/円相場は本欄執筆時点で 99 円台での取引が続いており、いよいよ二桁定着の地合いが固まりつつある。後述するように、FOMC メンバーは利上げに向けた自信を喪失しつつあるように見受けられ、元より利上げに懐疑的な市場参加者はさらに悲観的にならざるを得ない。足許のドル売りはこれまで FRB の正常化プロセスを過度に楽観視してきた人々が悲観に乗り換える過渡期で生じている調整なのではないか。引き続き本欄では、年内は 95 円、今後 1 年では 90 円の円高・ドル安予想を維持する。

～FOMC 議事要旨: 自信喪失の様子～

7 月 FOMC に関しては声明文が明確に上方修正され、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁からの利上げ提案も復活するなど明らかに利上げへ向けて前のめりの印象を受けるものであったため、今回の議事要旨の内容は相当タカ派へ傾斜するものと思われていた。だが、蓋を開けて見れば「With inflation continuing to run below the Committee's 2 percent objective, many judged that it was appropriate to wait for additional information that would allow them to evaluate the underlying momentum in economic activity and the labor market and whether inflation was continuing to rise gradually to 2 percent as expected」との記述に表れるように、投票権を有する多く(many)のメンバーは追加情報を待った上で判断するのが適切との立場を示している。その他、「the Committee should wait to take another step in removing accommodation until the data on economic activity

provided a greater level of confidence that economic growth was strong enough to withstand a possible downward shock to demand」との記述も見られるが、現在の世界経済の状況に鑑みれば、経済指標が「より高水準の自信(a greater level of confidence)」を与えてくれる状況など大分遠いように思えてならない。6 月雇用統計が市場予想を大幅に超え、声明文でもはっきりと景気及び雇用情勢への評価が上振れたにも拘わらず、このような政策判断が FOMC の大勢を占めたことにはやや驚きを覚える。やはり正常化という試みについて自信を喪失しつつあるのではないか。

～危険な「有りもしない正常」への固執～

冒頭述べたように、ここにきて為替市場でドル売りが加速している背景は、こうした FOMC における自信喪失が市場参加者に伝わり始めており、楽観から悲観に乗り換える向きが増えているということではないか。8 月に入ってから続く米経済指標の悪化に加え、昨日はウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁による論文『Monetary Policy in a Low R-star World』が話題となった。同論文では米経済の自然利子率低下を踏まえれば、金融政策の枠組みを修正すべきとの主張が展開された。要するに、サマーズ氏の長期停滞論に与する論陣と見受けられ、現行の正常化プロセスとは相容れない立場となる。なお、今回の議事要旨でも「With neutral interest rates potentially remaining quite low, policymakers also observed that, in order to promote the Federal Reserve's policy objectives, the framework should have the capacity to supplement conventional policy accommodation with other measures when short-term nominal interest rates are near zero」といった記述が見られており、中立金利が非常に低い状況で政策目標を達成するためには、金利調整を主体とする伝統的政策を補完する能力が必要との旨が主張されている。米経済の地力がかつてよりも劣化しているため、それに応じた対策が求められるという趣旨だろう。

過去の本欄でも言及した論点ではあるが、そもそも「正常化(normalization)」という言葉に違和感を覚える。金融政策の正常化といった場合、その「正常(normality)」とは恐らく「FF 金利が中立金利(現在 3.00%)に回帰すること」や「バランスシートが平時並みの規模へ縮小すること」を意図していると思われるが、本当にそのような「正常」が存在するのだろうか。「有りもしない正常」へ固執することで米経済が分不相応なドル高を強いられれば、米国はもちろん、通貨政策でこれに追随しなければならない中国も難しい状況に追い込まれる。米中経済が安定しなければ、結局は世界経済が迷惑する。こうした「ドル高では誰も幸せになれない」という世界情勢が存在する中で FRB 内部でも正常化プロセスを巡って意見が割れ始めており、一部では枠組み修正を促すような論調も出始めているのである。こうした状況下、今年はもちろん、来年にかけても利上げに過度な期待を寄せるべきではなく、それゆえにドル高シナリオに賭けるのも危険であると筆者は引き続き考えている。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
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	明らかに開始した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	危う過ぎるヘリマ本議論～円の信認を「叩き壊す」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～いよいよ諦観が濃い始めた米利上げ～
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～ 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」と言う勇気と奇襲の「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・・・～ 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」と言う勇気
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～