

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 29 日)

イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～

ジャクソンホール経済シンポジウムにおけるイエレン FRB 議長講演は市場予想に比べてタカ派なトーン。とはいえ、FF 金利先物市場から算出される年内の利上げ織り込みは 9 月で 4 割、12 月まで視野を拡げてようやく 60%を超えるイメージ。9 月利上げは依然サプライズの範疇という印象。講演を見る限り、イエレン議長の本音は「短期的に利上げをする意向はある。だが、どれくらい利上げするとは言っていない。場合によってはあと 1～2 回で終わることも考えられる。その後にやってくる不況では財政政策に期待したい」といったものであり、要は「短期は強気、長期は弱気」というイメージ。為替見通しの作成上、米利上げはそれが継続されて初めて円安基調に繋がる。利上げしたところで、ドルが実効ベースで高止まりしている現状を踏まえれば、結局は後が続かない。目先の米金利動向がどうあれ、ドル高基調の継続を予想するのは難しいという筆者の基本認識は全く変わっていない。「将来利下げするために利上げする」という発想は基本的に無理筋。

～ジャクソンホール講演を受けても円高見通しは不変～

先週 26 日のジャクソンホール経済シンポジウムにおけるイエレン FRB 議長講演は市場予想に比べてタカ派なトーンであり、これを受けてドル相場が上昇している。イエレン議長は「ここ数か月、追加利上げの条件は整ってきた」と述べ、目先の利上げ期待を比較的露骨に煽ってきた印象である。とはいえ、9 月 20～21 日の FOMC における利上げ確率は依然として 42%、12 月 13～14 日会合まで視野を広げてようやく 60%超と過半数を超える状況であり、決して市場が利上げを確実視しているようには見えない。なお、イエレン議長講演の後にはフィッシャー副議長がテレビのインタビューで 9 月利上げの有無を問われ「イエレン氏が話した中身は、その質問に『イエス』と応えるのと整合的」などと述べ、援護射撃を行っている。実際、先週のドル相場が上昇で引けたのはこのフィッシャー副議長による追い打ち的なコメントが効いた面が大きく、イエレン議長講演に関しては上述の発言を受けてドル買いが優勢となったものの、その後はむしろ慎重さを見直す向きが強まり、ドル売りが強まっていた(26 日のドル/円相場は 100.06～101.82 円で乱高下した)。

しかし、過去の本欄でも述べてきたように、FRB の正常化プロセスを巡って重要な論点はあくまで利上げの「有無」ではなく、その「結果」もしくは「影響」である。利上げしたところで、ドルが実効ベースで高止まりしている現状を踏まえれば、結局は後が続かない。必然的に為替見通し作成においてもドル高基調の継続を予想するのは難しいという筆者の基本認識は全く変わっていない。

～イエレン議長の本音は「短期は強気、長期は弱気」～

そもそも今回のジャクソンホール経済シンポジウムのテーマは「将来のための強固な金融政策設計」であり、イエレン議長講演に関しても、金融政策の限界を示唆する言及が目についた。実際、「将来的に、為政者は短期金利を引き下げる能力が持てない(policymakers could have less ability to

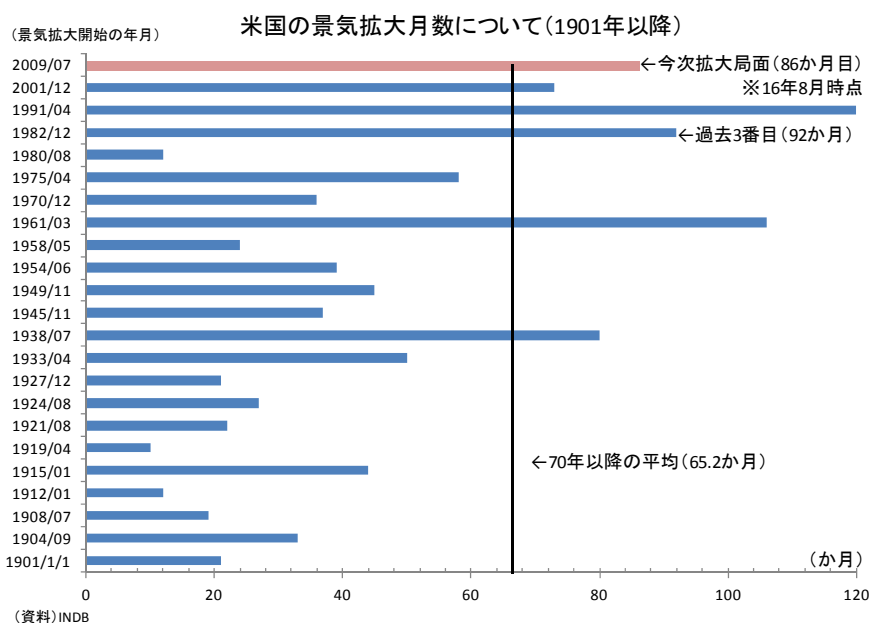
cut short-term interest rates in the future)」といった発言も見られており、その裏返しとして財政政策の重要性を支持する主張も見られた。また、先般のウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁の論文が話題になったように、中立金利の低下はそこかしこで話題となっており、利上げの終点が近付いているとの懸念は根強い。

総括すれば、イエレン議長の本音は「短期的に利上げをする意向はある。だが、どれくらい利上げするとは言っていない。場合によってはあと1～2回で終わることも考えられる。その後にやってくる不況では財政政策に期待したい」といったものではないだろうか。要は「短期は強気、長期は弱気」である。金融市場はもっぱら9月20～21日、長めに見ても年内の利上げ有無に興味を向けがちであり、それゆえにドル買い優勢となっているが、その持続力に関しては全く信が置けない。

～利上げが孕む本質的矛盾～

これまで幾度も議論している

論点であり、先週26日の本欄でも『ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～』と題し取り上げたばかりだが、率直に言って過去2年余りに亘るドル高相場の調整はまだ不十分と見られる。百歩譲って経済・金融面から利上げが肯定されるにしても、政治面からドル相場続伸が認められるとは考えにくい。景気拡大局面が来年中には100か月目に突入する



ることを踏まえれば（それは1901年以降の統計で見ても史上3番目の長さとなる）、効果発現にラグのある金融引き締めは軽々に行うべきではない。それはFRBも分かっているはずである。

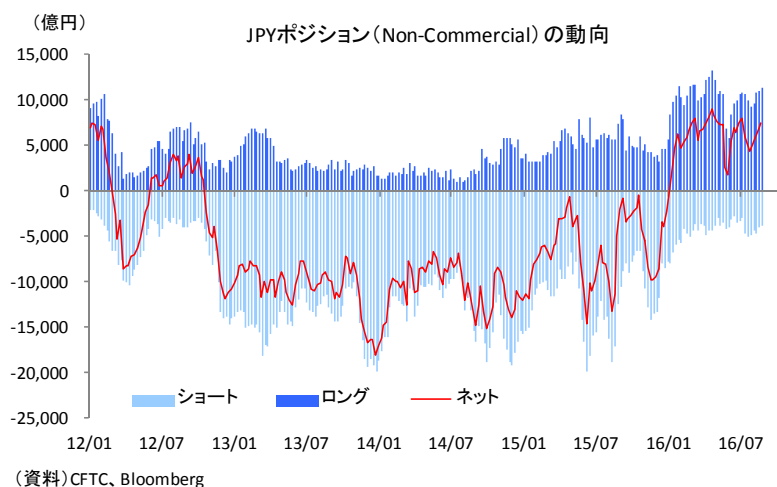
上述したように、米国の中立金利が低下している疑いは強く、海外に目をやれば欧州にも、中国にも、その他新興国にもリスクは散在している。そもそもデュアルマンデート（雇用最大化・物価の安定）のうち、物価に関しては利上げ要件を満たしているとは言えない。このような状況で何故FRBは利上げに固執するのか。むしろ、そのような状況だからこそ利上げしたいというのが本音に近いのかもしれない。残された景気の安定が僅かなものと思われる今だからこそ、次の後退局面に備える必要性を感じているのではないか。つまりは「将来の利下げ余地」を作らなければ不味いのではないか」との不安が頭をよぎりやすい状況にFRBは陥っている疑いが強い。一言で言えば、いわゆる糊代論だが、それは要するに「将来利下げするために利上げする」という発想である。有事の政策対応に関して手足を縛られることが愉快ではないとの思いから、中央銀行が正常化に固執することは分からないでもない。だが、そのような政策対応に本質的な矛盾が潜んでいるように感じるのは筆者だけではないだろう。

～為替見通しへの含意～

先週 26 日に公表された IMM 通貨先物取引の状況によれば、円の対ドルでの投机ポジションは歴史的な買い持ちが続いている(図)。冒頭述べたように、FRB の利上げは依然として多くの市場参加者にとってサプライズの範疇と見受けられ、仮にこの状況で利上げが行われれば、ポジションの巻き戻しに伴って円安が進むことは容易に想像される。なお、イエレン議長に続いて、

27 日には黒田日銀総裁が講演しているが、ここでは「マイナス金利政策という新しい実践的な政策手段を取り入れたことによって、中央銀行は様々な負のショックへの対応において、より大きな自由度を獲得した」といった発言が見られた。9 月 21 日の日銀金融政策決定会合に関する正式なプレビューは別途本欄で行うが、この発言は事実上、総括検証に伴うマイナス金利の深堀りを示唆しているように思えてならない。仮に、9 月 21 日の時点で投機の円ロングが高水準で放置され、その上で日銀のマイナス金利深堀りや FRB の利上げが重なった場合、105 円程度までの上離れは有り得るかもしれない(それは『中期為替相場見通し』の予想レンジ内の動きである)。

だが、為替見通しの作成上、米利上げはそれが継続されて初めて円安基調に繋がると思われる。FRB 自身が利上げの終点を意識し始めている状況では、目先の利上げ期待が如何に高まろうとも、中長期的には円高見通しに傾斜せざるを得ないというのが筆者の考えである。



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.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26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
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年上半期～
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	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信託を「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～いよいよ諸観が激しい始めた米利上げ～
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緩和とリスク～
	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ィス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～悔れない、その実力～