

みずほマーケット・トピック(2016年11月24日)

日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～

ドル/円相場にとって最大のドライバーであるはずの日米金融政策の現状と展望を整理したい。日銀に関しては世界的な金利上昇機運の中で、その利上げ可能性を問われることが増えているが、物価動向やアベノミクスに残されたツールの乏しさなどを踏まえれば、敢えて引き締め的な政策判断に至ることはまずないだろう。一方、FRBに関しては、12月利上げが100%織り込まれ、「2017年に何回できるか」へ視点はシフトしている。こうした現状を踏まえれば、日米金融政策格差の拡大とこれに伴うドル/円相場上昇というシンプルな予想に行き着く。しかし、米国の通貨政策としてドル高に過剰感を覚え始めた時、日本の「長期金利ペッグの下での円安」は客観的に見れば通貨安誘導に映るはず。歴史を振り返れば、上昇も下落も、一方的に動き過ぎた為替相場は必ず動乱の種になってきた。もはや歴史的な高値圏に達しているドル相場に対し、「警鐘を鳴らさない訳にはいかない」というのが筆者の本音に最も近い。

～「確たる節目が無い」中、上昇～

トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待を織り込んだ為替相場では引き続きドル買いが進んでおり、ドル/円相場は一時112.98円まで上昇している。一昨日の本欄¹でも議論したように、「110～120円」のレンジは勢いづくと思われ、購買力平価(PPP)の尺度からも「確たる節目が無い」という意味では110円も112円も118円も大差は無い。このまま雰囲気に呑まれて上離れするリスクは否定できない。しかし、本当の論点は「それをトランプ次期大統領率いる通貨政策がどこまで容認するのか」であり、それは来年にならなければ分からない。

～日米金融政策比較と為替相場～

ところで、トランプノミクスへの注目が高まる中、本来ドル/円相場にとって最大のドライバーであるはずの日米金融政策への注目度が落ちているように思われる。11月は両中銀とも大きな動きが見られなかったこともあり、余計に議論が割かれていない印象もある。ここで日米金融政策を比較した上で、今後のドル/円相場への含意を考察しておきたい。

まず、日銀に関しては、トランプノミクスへの期待を背景に世界的な金利上昇が見られているものの長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE)の存在もあって、円金利だけが別次元に置かれているような状況にある。この点、「日銀は利上げしないのか」という照会を頂くこともある。正確には10年金利のペッグ水準であるゼロ%を現状から引き上げるか否かという論点だが、これは2つの理由からあり得ないと考える。第一に、本邦の物価環境は全く上向いていない。最新である9月の消費者物価指数(CPI)は総合ベースで前年比▲0.5%、コアベースで同▲0.4%、コアコア(日銀版コア)ベースで同+0.2%であり、オーバーシュート型コミットメントが提示する「実績値が安定的に2%

¹ 本欄2016年11月22日『真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～』をご参照下さい。

を超えるまで、(マネタリーベースの)拡大方針を継続する」という状況からは相当距離がある。今、利上げを行うには大儀が立たないだろう(利上げを行えば、それだけ購入する「量」も減るのでオーバーシュート型コミットメントの提示する方針に反する)。

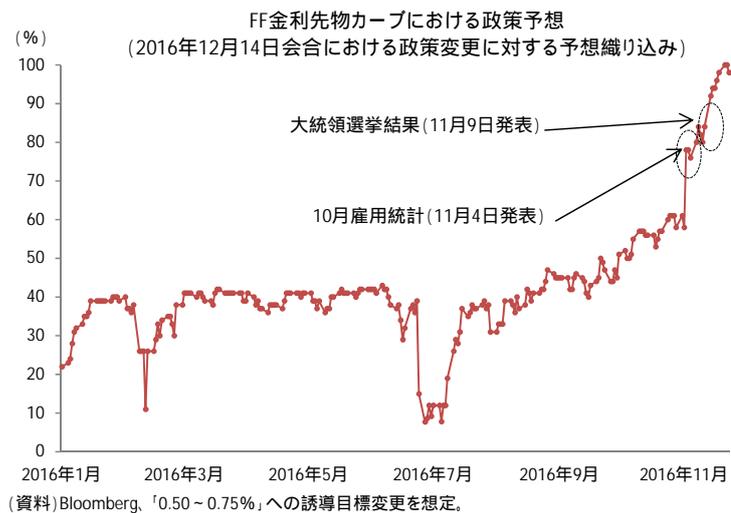
第二に、アベノミクスが置かれた環境を踏まえれば、もはや円安しか頼れないという事情もある。トランプノミクスへの期待を受けた米金利上昇と長期金利ペッグの結果は日米金融政策格差の一方的な拡大であり、言うまでもなく円安・ドル高を誘発する(図)。しかも、時間軸としてはトランプノミクスの方が「後出し」になっている以上、少なくとも指摘を受けるまでは、通貨安誘導との批判も気にする必要は無いだろう。既に税収の下振



れ傾向も見られ、消費増税先送りに伴い財政健全化目標に揺らぎも見られ始めている中、財政出動に限界があることは周知の通りである。こうした状況下、敢えて日米金利差縮小に繋がる利上げを行い、円高・ドル安方向への誘導を図ることは考えにくいだろう。止まりそうにない円高圧力に悩んでいたアベノミクスにとって足許のトランプノミクス相場は文字通り神風であり、自らこれを弱めようとする道理は無い。確かに、日銀は声明文から「80兆円」の量的な目処を外すことを考えているはずだが、それは極力目立たないタイミングを心掛けるはずである。

～FRB:「いつ、何回利上げできるのか」という論点の復活～

片や、FRBの金融政策運営は俄かにタカ派色を帯びており、12月13～14日の利上げはほぼ100%織り込まれている。市場の注目は「来年何回できるか」に移っており、一時は完全に消滅した「FRBはいつ、何回利上げできるのか」という論点が復活しつつある。昨日発表されたFOMC議事要旨(11月1～2日開催分)も12月利上げを確実視させるような記述が多く目についた。政策金利見通しに関しては、「Based on the relatively limited



information received since the September FOMC meeting, participants generally agreed that the case for increasing the target range for the federal funds rate had continued to strengthen」との記述が見られ、利上げの確度が高まったという論点で意見集約が進んでいることが分かる。また、「Most participants expressed a view that it could well become appropriate to raise the target range

for the federal funds rate relatively soon, so long as incoming data provided some further evidence of continued progress toward the Committee's objectives」との記述にも表れるように、会合以降で確認される計数が良好ならば「間もなく (soon) の利上げが適切」と殆どの参加者が考えている。大統領選以降の経済指標が良好であることや市況が完全に利上げを織り込んでいることを考慮すれば、12月の利上げは既定路線であり、FRBもその先を見ていると考えて良いだろう。なお、同会合はトランプ大統領誕生をリスクイベントと捉えた上で「念のため利上げを見送った」という位置付けであったが、そのイベントが市況の改善を促し、利上げの確度を押し上げているのは皮肉な話である。

～「警鐘を鳴らさない訳にはいかない」のが本音～

こうした現状を踏まえれば、日米金融政策格差の拡大とこれに伴うドル/円相場上昇というシンプルな予想に行き着くしかない。常々本欄でも論じているように、「米利上げは継続して初めて円安要因」だが、市場は「トランプノミクスで連続利上げが可能になる」と決め打ちしており、その前提が崩れない限り、現状の相場が止まる理由は無い。一昨日の本欄²でも述べたが、この相場の流れが止まるには①トランプ次期大統領の口からけん制が入る、②FRBの利上げ見通しが下方修正される、③ドル高・米金利高に耐えられなくなって新興・資源国市場が混乱に陥るなどの要因があり、筆者は①～③、全てが今後1年以内に起きる可能性があると考える。特に、米国の通貨政策としてドル高に過剰感を覚え始めた時、「長期金利ペッグの下での円安」は客観的に見れば通貨安誘導に映るはずである。通貨政策は財務省の所管だが、米国の苦情を受けて本邦の金融政策枠組みが影響を受ける可能性は否定できず、日銀が不本意な引き締め方向への調整を迫られるかもしれない。

また、FRBの金融政策も継続的に引き締め路線を続けられるとは限らないだろう。そもそも8月のジャクソンホール経済シンポジウムを含め、つい最近まで「中立金利の低下」が中銀界限で有力なトピックであったことを思い返したい。実際、今回の議事要旨でも「Policymakers also underscored the importance of taking account of the possibility that neutral short-term interest rates could remain quite low」との記述が見られており、その論点は消えていない。また、ブレイナードFRB理事が講演で「2014～2016年のドル高がFF金利にして200ベースポイント(8回分)の利上げに相当」と述べ、これが注目されたのはわずか2か月前³である。こうした論点を脇に置いた上でドル相場がさらに続伸していく展開を正当化するには「トランプノミクスを受けて米経済に対する世界観が変わる」という前提が必要であり、実際に市場参加者はそれに賭け始めている。しかし、歴史を振り返れば、上昇も下落も、一方的に動き過ぎた為替相場は必ず動乱の種になってきた。もはや歴史的な高値圏に達しているドル相場に対し、「警鐘を鳴らさない訳にはいかない」というのが筆者の本音に最も近い。

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。

² 脚注1と同じ。

³ 本欄2016年9月13日号『ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～』をご参照下さい。

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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見直し～
2016年11月21日	チキンレースと化するドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミックス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見直しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の濠癩主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見直し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレインード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
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」～
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」に照らしたあさらい)
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「戦略」ではなく「戦術」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	危う過ぎるヘリマネ議論～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～
	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 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IHICP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