

## みずほマーケット・トピック(2016 年 12 月 15 日)

## FOMC(12 月 13～14 日開催分)を終えて

13～14 日に開催された FOMC は市場予想通り FF 金利の誘導目標を+0.25%ポイント引き上げたものの、FOMC メンバーにおける政策金利見通し(ドットチャート)は市場の想定を上回り、2017 年の利上げ見通しが 2 回から 3 回へと上方修正された、率直に言って、これほどまでの強烈な通貨高と金利高に見舞われている状況に関し、懸念が語られなかったことには驚きを覚える。素朴な疑問だが、これほどの金利急騰を経ても金利見通しを引き上げる余力があるというのであれば、今年利上げできるチャンスは幾らでもあったということにはならないだろうか。FRB スタッフによる経済見通しを見ても、利上げ見通しが引き上げられるほどの変更があったわけでもなく、ほぼ横這いである。やはり今回のドットチャートはトランプラリーに便乗した部分が小さくないように思えてならない。今後、こうした金利上昇を受けて、金利感応度の高い消費・投資が鈍化し、1～3 月期以降の米国経済が停滞するという恐れはないのかが最大の注目点になる。

## ～1 年前を思い返すべき～

13～14 日に開催された FOMC は市場予想通り FF 金利の誘導目標を+0.25%ポイント引き上げ、従来の 0.25%～0.50%を 0.50%～0.75%とすることを決定した。しかし、FOMC メンバーにおける政策金利見通し(ドットチャート)に関し、2017 年末の FF 金利予想(中央値)が従来の 1.125%から 1.375%へと引き上げられ、2017 年の利上げ回数の想定が 2 回から 3 回へ上方修正されている。これが市場予想を上回る修正であったことから為替市場ではドル/円相場が一時 117.85 円まで急騰している。イエレン FRB 議長による記者会見ではトランプ次期大統領の下での財政政策にまつわる質問が多く見られたが、イエレン議長は極力、我関せずの姿勢を貫くことで乗り切った。

これまでの本欄で強調してきたように、次期政権の財政政策が効果を持ってくるのはあくまで 2017 年秋以降であり、ここまで引き締まってしまった金融環境に対し实体经济がどのようなリアクションを取るのかが 2017 年前半の注目点となると考えられる。最近、「世界が変わった」とか、「ゲームのルールが変わった」とかいったような言説を頻繁に目にするが、少なくとも現段階で米景気が急改善したという事実は無い。にもかかわらず、強烈な通貨高と金利高に見舞われていることに関し、懸念が語られなかったことには意外感を覚えた。直情的な反応を示す金融市場はまでも、FRB までもが不透明なトランプ次期政権の財政政策に賭ける格好で利上げ見通しを引き上げる状況にはやや危うさを感じる。ちょうど 1 年前、「2016 年は 4 回利上げ」との見通しが流布し、ドル/円相場では 130 円や 135 円といった荒唐無稽な予想が跋扈していたことを忘れてはならない。現段階の利上げ見通し引き上げは、決してドル/円の上昇を約束するものではない。

## ～イエレン議長はトランプ次期大統領との関わりを明確に否定～

声明文は 11 月から大きく変わっていないものの、各所の表現が細かく上方修正されている。景況

判断は「持ち上がり(picked up)」から「拡大(expanding)」に上方修正され、物価判断は「いくらか(somewhat)上昇」から「上昇」とされ、表現をクリアにする変更が見られている。また、トランプ次期大統領の誕生を受けてブレイクイーブンインフレ率(BEI)が騰勢を強めていることと整合的に市場のインフレ期待に関しては「上昇(moved up)」から「かなり(considerably)上昇」へはつきりと上方修正されている。金利見通しを示す部分に関しては、「労働市場の状況とインフレ率の実績及び見通しを考慮し(in view of realized and expected labor market conditions and inflation)、委員会はFF金利の目標誘導レンジを0.50～0.75%に引き上げることを決定した」とされている。しかし、これに続く、「金融政策スタンスは引き続き緩和的であり、そうすることによって労働市場の状況のさらに幾分かの引き締めりと、2%のインフレ回帰を支える」の文言は据え置かれている。

イエレン議長の会見でも大きなサプライズはなかった。今回、注目されたドットチャートの上方修正に関しては「非常に控えめなもの」とし、メンバー数人の変更による結果に過ぎないと整理した。あくまで一部メンバーの変更に起因する中央値の上振れであり、全ての参加者ではないとの説明である。つまりは状況が大きく変わったわけではないというのが本音と見受けられる。なお、耳目を集める財政政策の影響に関しては、「経済見通しに影響を及ぼし得るが、政策の中身を知るのは時期尚早であるし、財政政策の変更は金融政策見通しに影響し得る様々な要因の一つに過ぎない」と述べ、あくまで最近のトランプラリーとの関連性を否定している。トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)とは無関係に、「あくまで現状の米経済が強いから利上げした」というのがイエレン議長の本音に最も近いものだろう。実際、イエレン議長は「現時点で完全雇用を復元するための刺激策として、財政政策は明らかに不要」とまで述べている。

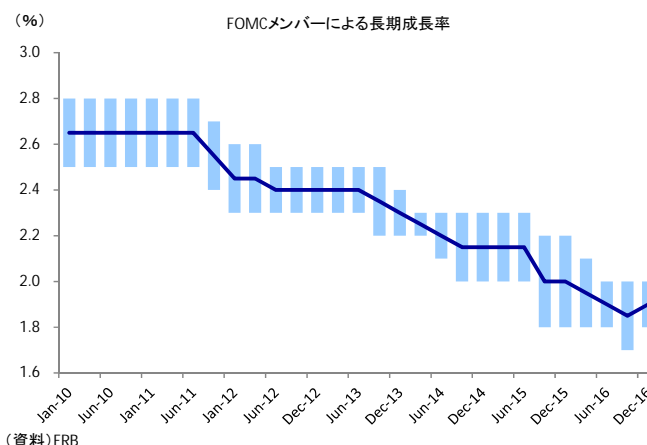
### ～見通し不変で金利見通し引き上げ～

既に冒頭で述べたように、注目されたドットチャートは明確に上方修正された。イエレン議長は一部メンバーの修正に過ぎないと述べるが、前回(2016年9月)は2017年末のFF金利見通しに関し、1.125%が7名、1.375%が1名であった。この結果、中央値は1.125%、つまり利上げ2回との示唆になっていた。だが、今回(2016年12月)は2017年末に関し、1.125%が4名、1.375%が6名となっている。この結果、中央値は1.375%、つまり利上げ3回との示唆に変わっている。イエレン議長の説明はもっともだが、前回比較で5名も「利上げ3回派」が増えた以上、市場参加者は利上げ見通しの明確な上方修正と受け止め、取引を進めざるを得ない。なお、今回発表された

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2016年12月時点

	2016	2017	2018	2019	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	1.8～1.9 (1.7～1.9)	1.9～2.3 (1.9～2.2)	1.8～2.2 (1.8～2.1)	1.8～2.0 (1.7～2.0)	1.8～2.0 (1.7～2.0)
失業率 (9月時点)	4.7～4.8 (4.7～4.9)	4.5～4.6 (4.5～4.7)	4.3～4.7 (4.4～4.7)	4.3～4.8 (4.4～4.8)	4.7～5.0 (4.7～5.0)
PCEインフレ率 (9月時点)	1.5 (1.2～1.4)	1.7～2.0 (1.7～1.9)	1.9～2.0 (1.8～2.0)	2.0～2.1 (1.9～2.0)	2.0 2.0
PCEコアインフレ率 (9月時点)	1.7～1.8 (1.6～1.8)	1.8～1.9 (1.7～1.9)	1.9～2.0 (1.9～2.0)	2.0 (2.0)	

(資料)FRB



FRB スタッフによる経済見通しは決して 9 月時点から大きく引き上げられたわけではなく、むしろ横這いの印象が強い(前頁表)。利上げ見通しが引き上げられるほど経済見通しが上方修正されているわけではない以上、やはり今回のドットチャートはトランプラリーに便乗した部分が小さくないように思えてならない。また、これまで慢性的に引き下げられてきた長期成長率見通し(いわゆる潜在成長率見通し)も今回引き上げられている(前頁図)。次期大統領が変わり、その政策の内容が全く不透明な段階で潜在成長率の見通しまでもが引き上げられることには疑問が残る。

### ～FF 金利は世界の資本コスト～

冒頭述べたように、過去 1 か月強で起きている金利とドルの上昇を前に、FRB がこれをフォローするような情報発信を行ったことは驚きであった。米 10 年金利は昨日 2.58% 付近まで上昇しているが、これは 11 月の最低値(1.71%)から約+90 ベーシスポイントの上昇である。結局、今回の FOMC 声明文やドットチャートそして記者会見を見る限り、現在の FRB はこれを容認している。しかも、イエレン議長の発言を踏まえる限り、それはトランプノミクスにおける景気刺激を勘案せずとも実体経済の地力が強いので容認可能という整理である。素朴な疑問だが、これほどの金利急騰を経ても金利見通しを引き上げる余力があるというのであれば、今年利上げできるチャンスは幾らでもあったということにはならないだろうか。ちなみに前回の利上げを跨いだ昨年 10～12 月期を例に取れば、米 10 年金利は期中の安値(1.90%)から高値(2.37%)で約+50 ベーシスポイント上昇している。これに対し、今年 10～12 月期は安値(1.59%)から高値(2.58%)で約+100 ベーシスポイント上昇している。こうした金利上昇を受けて、金利感応度の高い消費・投資が鈍化し、1～3 月期以降の米国経済が停滞するという恐れはないのだろうか。そもそも漸次的な利上げを志向してきた背景にはそのような副作用への懸念があったのではなかったか。

また、FF 金利やこれに付随するドル相場は「世界の資本コスト」に直結することを忘れてはならない。今後、ドル建て債務を抱える新興国は自国通貨安が重なる上に、米金利水準まで引き上げられることになる。この流れが続いた場合、どこかで対外経済部門に支障をきたす国が現れても不思議ではないだろう。基軸通貨であるドルが自国都合だけで金融政策の正常化に邁進し、ドル高を容認し続けるには、その結果として発生する資本流出や通貨安に耐え続けられる新興国の存在が不可欠である。FRB が利上げを継続していくためには、米国の景気回復が新興国の対米輸出加速という形でスピルオーバーし始め、新興国でも顕著な景気回復が見られることが必要と思われる。しかし、トランプ次期大統領の誕生以降、ひたすら新興国通貨が売られ続けている動きを見る限り、そのようなシナリオを信じている市場参加者は多くないように思われる。

引き続き筆者は、足許の米金利急騰とこれに伴うドル相場急騰の持続可能性を過信すべきではなく、反落に備えた方が良いとの立場を取っていきたい。

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](mailto: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/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](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12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。'現実味'は帯びたが'現実化'はまだ先～)
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～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガ/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/ミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプ/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通しへの影響
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「欧州の潔癖主義」
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通し～)
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	ブレイナード講演を終えて～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	経緯則に学ぶドル/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～