

みずほマーケット・トピック(2017年1月5日)

## FOMC 議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて

昨日発表された FOMC 議事要旨(12月13～14日開催分)はややハト派寄りの内容。「殆ど全て(almost all)の参加者が新政権の下で予想されるより拡張的な財政政策の結果として経済見通しに上触れリスクがあることを示唆した」とあり、12月のスタッフ経済見通しの上方修正やこれに伴う FOMC メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)のタカ派傾斜はこうした思いに突き動かされたものと推測される。また、今回の議事要旨中には、はっきりと「ドルのさらなる上昇の可能性」がダウンスайдリスクであると言及されたことも目を惹いた。FOMC は拡張財政を背景とする「インフレの高進」というアップサイドリスクを指摘しドル高とのバランスを取っているが、拡張財政にまつわる不透明感が依然強いのに対し、ドル高は既に発生しつつあるリスクである。どちらかと言えばリスクは下方向に傾斜しているように思えてならない。11月以降の相場動向は「砂上の楼閣」と化している感が強く、トランプ次期大統領(やその側近)から決定的な情報発信があるまでの限定的な動きと割り切るのが賢明に思われる。

### ～「そもそもドル買いで正しいのか」という根本的疑問も～

昨日から本日にかけての為替市場ではドル相場が下落しており、本日東京時間午前にドル/円相場は 116.30 円台まで売られている。明後日の米 12 月雇用統計を前にしたポジション整理との見方もあるが、発表された FOMC 議事要旨(12月13～14日開催分)がややハト派寄りとの受け止めからドルを手放す動きも進んでいそうである。そのほか、昨日の本欄でも議論したように、日増しに露骨になっているトランプ次期大統領の保護主義志向を前に「そもそもドル買いで正しいのか」という根本的疑問を抱く市場参加者も増えているのかもしれない。筆者は引き続き、そもそも金利高とドル高は新政権の目指す経済政策と齟齬が大きいとの基本認識である。

### ～ドル高懸念への言及あり～

FOMC 議事要旨はトランプ次期大統領の下での財政政策が見通し作成上、重要な論点と認識されていることが滲み出る内容であった。議事要旨中には「殆ど全て(almost all)の参加者が新政権の下で予想されるより拡張的な財政政策の結果として経済見通しに上触れリスクがあることを示唆した」とあり、12月のスタッフ経済見通しの上方修正やこれに伴う FOMC メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)のタカ派傾斜はこうした思いに突き動かされたものと推測される。正確には「見通しの前提としての拡張財政」を織り込んだのは「参加者の約半分(About half of the participants)」とのことだが、「上触れリスクとしての拡張財政」を「殆ど全て(almost all)の参加者」が意識しているのだとすれば、12月に示されたスタッフ見通しやドットチャートは相当程度、トランプ次期大統領の下での経済政策(トランプノミクス)を織り込んでいると見るべきではないか。これは言い換えれば、この状況からの一段の上方修正は難易度が高いという事実を感じさせる。

また、今回はドル高に関する記述が目を惹いた。具体的には以下のような記述があった：

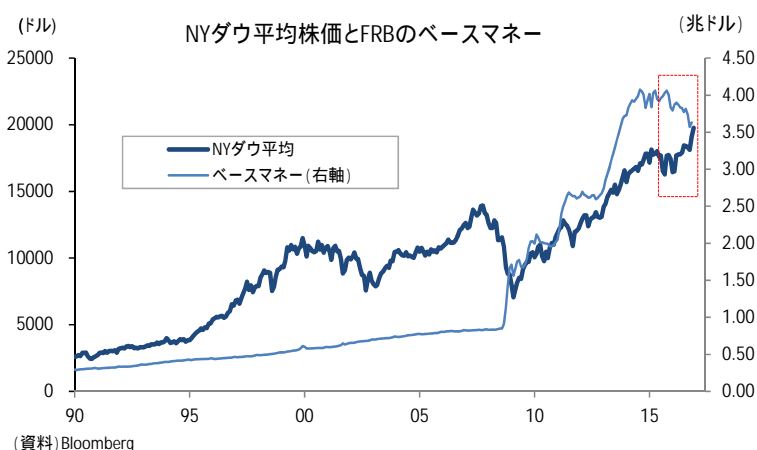
- Among the downside risks cited were the possibility of additional appreciation of the foreign exchange value of the dollar, financial vulnerabilities in some foreign economies, and the proximity of the federal funds rate to the effective lower bound. (中略) several others pointed out that a further rise in the dollar might continue to hold down inflation.

海外経済の脆弱性や FF 金利の下限接近と並んで、はっきりと「ドルのさらなる上昇の可能性 (the possibility of additional appreciation of the foreign exchange value of the dollar)」がダウンサイドリスクであると言及されている。その後、数人がドル高によってインフレの抑制が見込まれると述べており、ドル高のメリットにも言及があるが、FOMC の問題意識としてドル高が浮上している動きには着目しておきたい。現状では、ダウンサイドリスクとしての「インフレ期待の低迷」や「ドル高の継続」が拡張財政を背景とする「インフレの高進」というアップサイドリスクと均衡し合っているというのが FOMC の基本認識と見受けられるが、アップサイドリスクはあくまで「トランプノミクスにおける財政支出が規模・効果共に十二分であること」が前提である。かねてより本欄では「分かりもしない財政支出の影響」を逡巡するよりも「既に起きてしまったことの影響」を懸念すべきだと強調しているが、結局のところアップサイドリスクは不確定であるのに対し、ダウンサイドリスクとしてのドル高は既に相当進んでいるのが実情である。やはりリスクはどちらかと言えば下方向と考えるべきではないか。

なお、前会合(11月2～3日開催)以降の相場つき(長期金利上昇、ドル高、株高、クレジットスプレッドのタイト化)の原因に関しては、殆どの参加者(Most participants)が今後数年間における拡張財政と法人税減税を挙げている。同時に、殆どの参加者からは「どのような支出や減税そして規制緩和が実施されるか、また、海外経済や金融状況がどのように進展していくかについて不透明であることを踏まえれば、見通しに対する最近の市場動向は警戒が必要」といった趣旨の指摘も見られている。昨日の本欄でも述べたように、筆者は 11 月以降の市場動向は「砂上の楼閣」の様相を呈していると考えており、トランプ次期大統領(やその側近)から決定的な情報発信があるまでの限定的な動きと割り切っている。今回の議事要旨中の記述を見る限り、多くの FOMC メンバーも内心ではこのような相場つきが持続的ではないと薄々感じているのかもしれない。

### ～ 危うさを感じる米株の先行き ～

現段階で史上最高値圏を推移している米株の動きもあくまでトランプノミクスにおける財政拡張が前提である。図に示されるように、米株高は量的緩和(QE)の程度によって支えられてきた感が強く、具体的にはベースマネーの伸びと軌を一にしてきた。1990 年以降のベースマネーの動きを振り返ってみても、これほど短期間にベースマネーがはっきりと



減少したことはない。むしろ、水準としてみれば依然として大幅な緩和状態が維持されているため騒ぐほどのものではないとの考え方もあり得る。だが、QE の導入と終了が対照的な効果をもたらすとは限らず、得てして終了の方が大きな影響になりがちである。QE の拡大を重ねることに限界的な効果が逡減していくことは日米欧のこれまでの政策運営からも明らかだが、その一方で 2013 年 5 月にバーナンキ前 FRB 議長が議会証言でテーパリング方針を示唆した際には新興国を中心として混乱が起きた。また、ドル相場も QE 導入前の水準を凌駕している。為替に関しては常に「相手がある話」であり、周囲が緩和路線に止まっている中で正常化を少しでも示唆すれば急騰に繋がりがやすくなる。例えば、過去 3 年でドルインデックスは+30%も上昇している。また、同期間に米長期金利は+80bps も上昇しており、米国の金融環境は相当引き締まっていると考えるのが自然だろう。

こうした状況下でも NY ダウ平均は過去 3 年で約+50%も上昇している。この背景には米実体経済の堅調さや正常化を巡るペースの問題など様々な要因が考えられるが、現時点では「金利急騰やドル高で引き締まった金融環境は拡張財政による刺激で穴埋めして余りある」という前提で株高が維持されていると考えるのが最も腑に落ちる。果たしてその前提が正しいのかはまだ分からないが、既に労働市場が完全雇用状態に到達しているのだとすれば、拡張財政による刺激効果を過信するのは相当危険に思われるというのが筆者の率直な懸念である。今回の議事要旨でも「殆どの参加者は、累積的な改善によって労働市場の状況は委員会の目標とする最大雇用ないしそれに近い状況へ接近していると見なしている」との記述は見られており、真っ当に考えれば拡張財政の効果を過度に見積もることは理論的にも難しいように思われる。結局のところ、米実体経済の地力の弱さが露呈する中で、FRB もハト派色を強め、ドル相場が軟化する展開が最も蓋然性が大きいシナリオではないだろうか。

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
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
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	トランプノ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(トランプノ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ボリシーミクス～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～)