

# 米国マーケットの最前線

-経済動向から日本への影響まで-



2015/3/20

フィナンシャル・インテリジェンス部 益嶋 裕

マネックス証券株式会社  
www.monex.co.jp

## 政策決定のフリーハンドを手にしたイエレン議長の絶妙な手腕

### 3月18日 米連邦公開市場委員会(FOMC)

#### ■絶妙なコミュニケーションで政策決定の自由度を手にしたイエレンFRB



3月18日、おそらく今年に入ってから世界の市場関係者の注目を最も大きく集めたイベント、FOMCが開催された。筆者の印象ではイエレンFRB議長率いるFOMCは、「6月の利上げというオプションを残しつつ、景気や低インフレに配慮した姿勢も示して、経済指標次第でいつでも利上げできる」という抜群のコミュニケーションを市場と行うことに成功したようだ。後ほど詳述するが、6月利上げの思惑に傾きつつあったマーケットはFOMCの声明発表後にダウ平均が300ドル超上昇、金利は大きく低下してドルが売られるなど「利上げ後ずれ」の思惑が高まった。

#### ■FOMCの注目点や背景

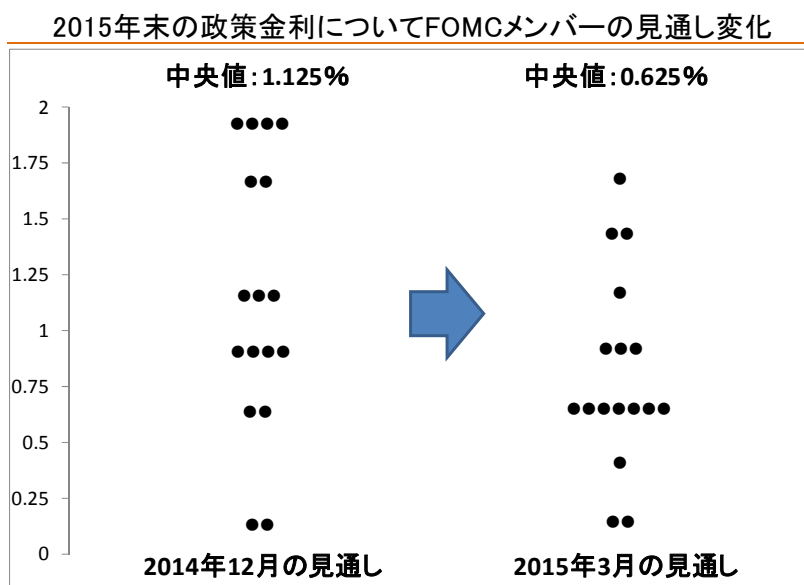
今回のFOMCの最大の注目点は、「金融政策の正常化(=利上げ)について忍耐強いられる」という表現の取り扱いだ。過去にイエレン議長は「忍耐強いられる」という表現は「少なくともその後2回のFOMCで利上げが行なわれない」という意味であることを示唆していた。

事前の予想では今回のFOMCで「忍耐強いられる」が削除されるとの見方が有力だった。今年のFOMCの開催スケジュールは、1月・3月・4月・6月・7月・9月・10月・12月であるため、もし今回のFOMC後の声明で「忍耐強く」という表現が残された場合、実質的に6月の利上げの可能性がなくなることになるからだ。イエレン議長は昨年12月のFOMC後の記者会見で、「FOMC参加者の大半は6月までに利上げに向けた環境が整うと考えている」という趣旨の発言を行っていた。

結果的にやはり「忍耐強いられる」という表現は削除された。代わりに「労働市場のさらなる改善が確認され、中期的にインフレ率が2%目標に戻ると合理的な確信が持てたときに」利上げが行なわれるとの表現が採用された。

表現の変更がこれだけであれば「6月利上げ」の可能性が高まったと解釈されるどころだが、イエレンFOMCのコミュニケーションの上手さはここからである。FOMCは声明で「今回の変更はFOMCが利上げ時期を決めたことを示唆しない」との文言を付け加えたのだ。さらにイエレン議長は記者会見で今回の文言変更が6月利上げを決定づけたことを意味しないと再三強調した。

極めつけは、3ヶ月に1度示されるFOMCメンバーの今後の経済成長やインフレ、そして金利状況の見通しの変化だ。



(出所)FRB発表よりマネックス証券作成

グラフは2015年末の政策金利について、FOMCメンバーの見通しを示した通称「ドットチャート」である。これを見るとメンバーの2015年末の政策金利見通しが3ヵ月前から大きく低下したことがわかる。このチャートによってFOMCメンバーは性急な利上げを意図していないというメッセージを送ったことになる。

また、金利見通し以外にも実質GDP成長率やインフレ率の見通しが3ヵ月前の見通しから鈍化した一方で、失業率の見通しは改善するなど、足元の米国経済の状況を反映した変化が見られた(表参照)。

	中央値			
	2015年	2016年	2017年	長期
実質GDP成長率	2.3%~2.7%	2.3%~2.7%	2.0%~2.4%	2.0%~2.3%
12月時点見通し	2.6%~3.0%	2.5%~3.0%	2.3%~2.5%	2.0%~2.3%
失業率	5.0%~5.2%	4.9%~5.1%	4.8%~5.1%	5.0%~5.2%
12月時点見通し	5.2%~5.3%	5.0%~5.2%	4.9%~5.3%	5.2%~5.5%
PCEコアインフレ率	1.3%~1.4%	1.5%~1.9%	1.8%~2.0%	-
12月時点見通し	1.5%~1.8%	1.7%~2.0%	1.8%~2.0%	-

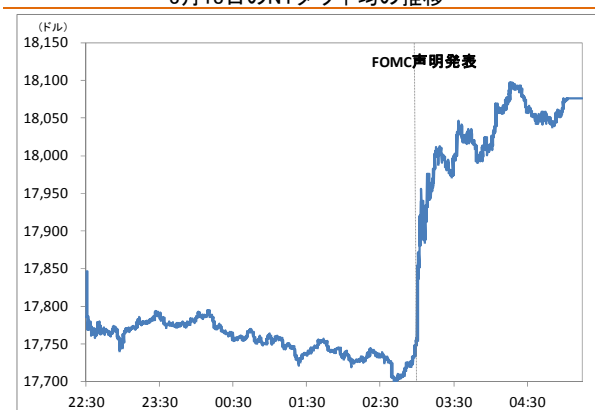
(出所)FRB発表よりマネックス証券作成

以上のようにFOMCは「忍耐強くいられる」を削除して利上げが6月にもある可能性を残しつつ、声明、議長の記者会見、そしてドットチャートという手段を使って景気やインフレ率に配慮する姿勢も示したのである。マーケットはこのメッセージを好意的に受け取った。

### ■市場の反応

米国株式市場と債券市場、そして外国為替市場はそれぞれ大きな反応を示した。まず18日のダウ平均はFOMCの発表内容を警戒して発表前には150ドルほど下げていた。それが発表を受けて一気に200ドル超の上昇に転じた。つまりFOMCの発表がダウ平均を300ドル以上引き上げたのである(グラフ参照)。

3月18日のNYダウ平均の推移



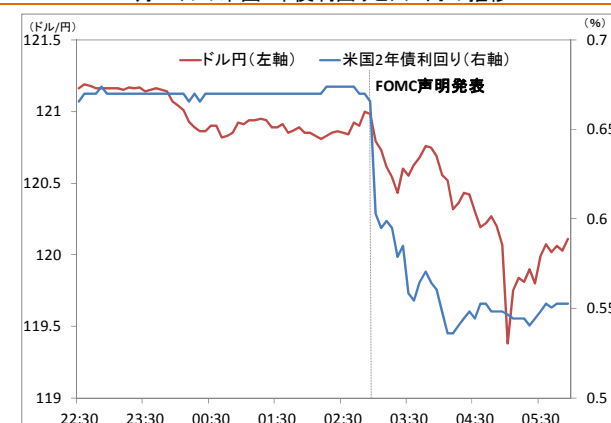
(出所)マネックス証券作成

また、債券市場は債券高・金利低下という反応を見せ、6日の雇用統計の発表以来利上げの早期化が意識され円安ドル高が進行していたドル円は急速に円高への巻き戻しを見せた(グラフ参照)。

### ■今後考えられるシナリオは

筆者は足元のレポートで、直近発表された経済指標が雇用関連を除いて冴えない内容だったこと、またドル高の進行で企業収益が圧迫されるとの懸念から米国株の上値は重いのではないかとのお考えをお示しし、想定通りの展開となっていた。

3月18日の米国2年債利回りとドル円の推移



(出所)マネックス証券作成

トムソン・ロイター社の集計によれば、S&P500採用企業の2015年1-3月期の1株利益は前年同期比2.7%減となる見込みである。前年同期比で減益となれば2009年7-9月期以来で、いかにドル高が企業収益を圧迫しているかがわかる。また、S&P500の予想PERは17倍台と過熱感があるとまでは言えないまでも、大きな魅力がある水準ではない。

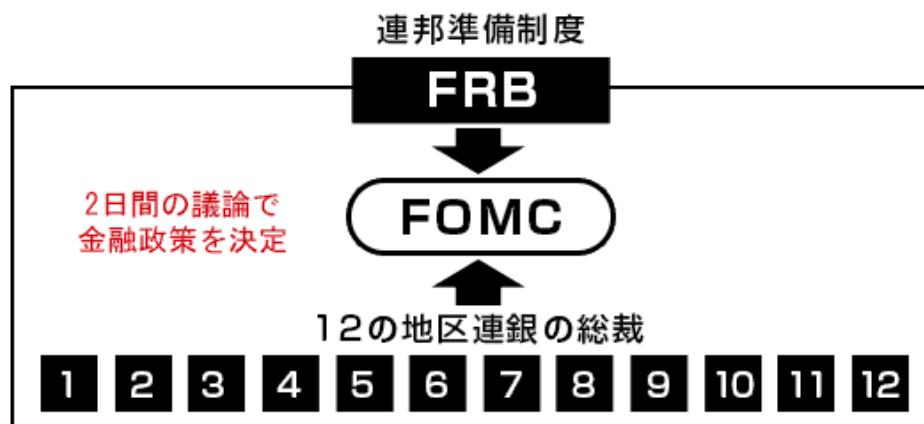
以上のようにファンダメンタルズ面から見ると米国株の上値は重い展開が想定できるが、一方で今回のFOMCの決定が市場のセンチメントを改善し、ドル安方向への巻き戻しのきっかけとなる可能性もある。さらに、年初と比較してドイツ株が20%超、日本株が10%超の大幅上昇となっているにもかかわらず米国株はほぼ横ばい圏である。そうした点に注目すれば、米国株にアップサイドを見出すこともできる。

完全に両論併記となるが、筆者はどちらかと言えばこれまで同様上値の重い展開を予想している。ただ、まずは市場の反応を見極めたい局面だ。市場に変化の兆しが見られた際には本レポートでお伝えしたい。

## 連邦公開市場委員会 (Federal Open Market Committee)

米国の金融政策を決定する**最高意思決定機関**。年に8回、**米国の中央銀行**にあたるFRB(連邦準備制度理事会・Federal Reserve Board)理事と12の連邦準備銀行(地区連銀)の総裁が出席し、米国の金融政策について議論、意思決定を行う。

### ■米国の金融政策決定の仕組み



12の地区連銀とは・・・

(1)ニューヨーク(2)シカゴ(3)リッチモンド(4)アトランタ(5)サンフランシスコ(6)ダラス(7)ミネアポリス(8)クリーブランド(9)フィラデルフィア(10)ボストン(11)セントルイス(12)カンザスシティの地区ごとに設けられた連邦準備銀行。ニューヨーク連銀を除き、**毎年FOMCでの投票権を持つ銀行は交代する**。2015年にFOMCで投票権を持つのは、(1)～(5)の地区連銀総裁。

## 利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・ 当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・ 記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・ 過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・ 提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・ 当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・ 投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・ 本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第165号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会