

シニア・ストラテジスト
山本 雅文

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

FOMC: ナンバーの重要性

<要約>

米経済は冬場に急減速し 1Q GDP はマイナス成長に陥ったが、ここへ来てようやく回復を示す指標が増えてきた。それにも拘らず Fed 理事からは急に利上げ開始に関して慎重な発言が目立ってきた。こうした齟齬の背景には、景気回復がまだら模様で不十分なことがあるが、7 月 FOMC までに主要経済およびインフレ指標の改善が明確となっていれば、Fed は 9 月会合での利上げ開始を市場に織り込ませていくだろう。その際、正副議長を含むコアメンバーだけでなく、浮動投票者 (swing voters) の姿勢 (の変化) も鍵を握る。9 月利上げ開始が実現すれば、ドル/円は下支えされ、再び 125 円方向に向かう可能性が残っている。

指標はようやく回復に向かったが...

5 月以降発表された米経済指標は、冬場の悪化からようやく回復の兆しを見せ始め、市場の悲観論と利上げ先送り懸念が後退しつつあった。経済指標で特に注目度が高かったのは、冬場の悪化が顕著だった小売売上高 (5 月 13 日)、住宅着工 (5 月 19 日)、耐久財受注 (5 月 26 日)、貿易収支 (6 月 3 日) および雇用統計 (6 月 5 日) などだったが、小売売上高を除き市場予想を上回り、冬場の悪化が一時的で特殊要因によるものとの見方が強まった。サンフランシスコ連銀が米 GDP 統計の季節調整の不備を指摘し、1Q GDP 成長率は (速報値の前期比年率 +0.2% ではなく) +1.8% 程度だった、との試算を公表したことも (5 月 18 日)、悲観論を後退させた。

...理事が突如、ハト派化

他方、FOMC において常に投票権があり正副議長と同じ投票行動を取る可能性が高い Fed 理事が複数、突如ハト派的な姿勢を示した。6 月 2 日に Brainard 理事は「1Q の軟調なデータが見通しに対して幾らかの疑問を呈している」「今後の追加データで経済の潜在的な勢いがはっきりするまで情勢を注意深く見守る価値はある」と述べたほか、Tarullo 理事も 4 日、「1Q GDP の弱さを季節要因だけに帰すべきではない」「米経済はやや勢いを失った」と述べた。市場は概ね経済指標の改善の方により強く反応し、Fed 高官発言への反応は限定的だったが、FRB 理事は Yellen 議長や Fischer 副議長の姿勢を踏襲し投票行動も正副議長に従う傾向があることから、両理事の発言が FOMC の多数派を形成している可能性が高く、気になるところだ。

鍵を握るのは経済ナンバー (指標) と利上げ賛成ナンバー (票数)

市場では現在、9 月 FOMC で利上げが開始されるとの見方が再び強まってきているが、まだダンディール (done deal、確定) には程遠い状況だ。利上げ決定に向けては経済指標が最も重要で、特に遅れ

ている小売売上高(6月11日発表、図表1)やコアPCEデフレーター(6月25日発表、図表2)などが重要となる。これらが全て市場予想を上回り明確な改善を示せば、利上げ開始時期は固まりやすいが、そう簡単には進まない可能性が高い。その場合、経済指標に対するFOMCメンバーの解釈が重要になってくる。

FOMC会合では5人のFRB理事(本来7人だが現在2人分空席)および5地区連銀総裁が正式メンバーとなっており、政策決定は10人の投票権者による投票によって決定される。現在のメンバー(投票権者)10人のうち、5人は正副議長を含むFRB理事、そして12地区連銀総裁のうちNY連銀総裁は常に投票権を持ち、残り11連銀は4つのブロックに分けられ各ブロックから毎年1人ずつのローテーションとなっている。今年の連銀総裁の投票権者は、Evans シカゴ連銀総裁、Lacker リッチモンド連銀総裁、Lockhart アトランタ連銀総裁、そしてWilliams サンフランシスコ連銀総裁となっている。

数だけに注目すれば、常に投票権があるFRB理事5人および慣例で毎年FOMC副議長を務めるNY連銀総裁で既に過半数の6票あることから、彼らが一致団結すれば強行採決で利上げ開始が可能となる。この意味で、彼らのスタンスが利上げ決定の前提条件として最も重要となる。但し、個人主義的で過去には総裁すら少数派となった英中銀(BoE)と違って、FOMCはコンセンサスを重視するとみられる。特に、政財界から反発が起き易い金融引き締めの決定に際しては極力賛成票を増やそうとするはずだ。この意味で、利上げ開始の決定にあたっては、ハト派色が強いメンバーをどれだけ利上げ決定に巻き込めるかが焦点となる。

最近の発言からFOMCメンバーのタカ派/ハト派度をランキングすると次頁の表のようになる。実は、最近のFRB理事のハト派化もあって、理事らよりもハト派度が高いメンバーは、万年ハト派とも言えるEvansシカゴ連銀総裁しかいない。現時点で、その他メンバーの大半が年内利上げ開始の可能性が高いと発言している一方で、Evans総裁は一貫して年内時期尚早との姿勢を示してきており、今次利上げ開始局面ではEvans総裁は反対のままの可能性が高い。このため、結局過半数を握る正副議長を含むFRB理事らとDudley・NY連銀総裁が利上げ開始で固まるかが最も重要となりそうだ。

但しそれだけでなく、現時点では理事らよりも早期利上げ開始に積極的な姿勢を示しているが、過去に経済状況によってハト派とタカ派の間でスタンスを臨機応変に変化させてきたいわば浮動投票者(swing voters)の動向も重要だ。これには、Lockhart アトランタ連銀総裁およびWilliams サンフランシスコ連銀総裁が含まれる。なお、一貫してタカ派姿勢のメンバーのうちLackerリッチモンド連銀総裁も今年投票権を持つが、タカ派が利上げに反対する可能性は非常に低いことから、逆にマークする必要性は低い。

年内利上げ開始を前提としたドル高シナリオ

回復が遅れていた指標を含め、全般的な景気回復が確認され、インフレ目標2%を達成できる見込みが高まれば、FOMCは利上げを開始することになる。7月FOMCまでに主要経済活動指標およびインフレ指標の改善が明確となっていれば、Fedは9月会合での利上げ開始を市場に織り込ませていくだろう。9月に利上げが開始され、年内2回程度利上げが行われ、その後も同ペースで利上げが継続される前提であれば、ドル/円は下支えされ、日銀の追加緩和がなくとも、更なる円安への懸念発言が

時折出ても、125 円へじり高となる可能性は残っている。但し、本邦サイドで円安の悪影響が、米国サイドでドル高の悪影響が顕現化しないことが条件となる。

6月10日時点

最近のFed高官発言(赤字はドル高関連)

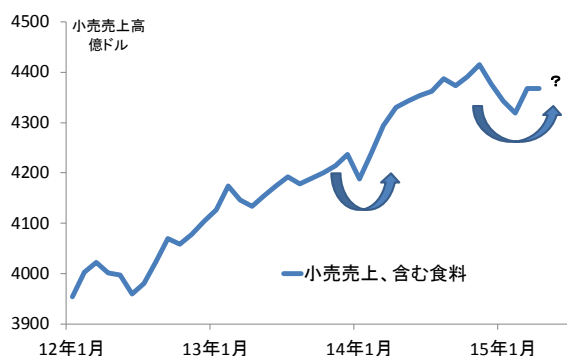
シャドー: 青はコアなタカ派、紫はYellen議長と一緒に動くと思われる執行部、赤はコアなハト派

	高官名	投票権		日付	主な発言
		15年	16年		
↑ タカ派	Georgeカンザスシティ連銀総裁	なし	あり	3月4日	「年央にかけての利上げを支持」「経済環境が正常化するまで利上げを待っていたら、金融政策が後手に回り、将来的に早急な利上げが必要になる恐れ」
	Lackerリッチモンド連銀総裁	あり	なし	5月27日	「6月FOMCでの利上げは依然として起こり得る」「6月会合で利上げに賛成するかはまだ決めていない」
	Mesterクリーブランド連銀総裁	なし	あり	5月1日	「利上げ決定はどの会合でもあり得る」「初回利上げの時期に近づきつつあり、決定はデータに基づく」「1Qの鈍化の大半が一過性だと予想している」
	Lockhartアトランタ連銀総裁	あり	なし	5月6日	「9月利上げとの投資家の見方は合理的」「年央に利上げを実施するのが適切な経済情勢になると依然として考えている」「利上げ決定は6月を含めて全ての会合の可能性がある」「コアインフレ、多少の改善を見せており勇気づけられるが、2%の目標に向かって加速しているというは少し尚早」
	Williamsサンフランシスコ連銀総裁	あり	なし	5月28日	「年内に政策金利を引き上げる公算が大きい」「利上げについては6月を含め全てのFOMC会合で検討される」「今年のGDP成長率は2%前後」
	Bullardセントルイス連銀総裁	なし	あり	6月4日	「1Qのマイナス成長は一時的、年後半には力強いデータを得て正常化プロセスを進めることができる」「労働市場は完全に正常化した」「インフレは目標を下回っているが大幅に下回っていない」「個人消費が予想より弱いなど、短期的な懸念材料が残っており、不安を払拭する力強い統計を近いうちに確認したい」「今後のデータで2Qの回復が示されることを確認する必要」
	Powell理事	あり	あり	4月8日	「経済情勢は今年後半の利上げ開始を後押しすると予想」「現在のコアインフレ水準で利上げはもちろん可能」「インフレ率が今後2~3年で2%に上昇すると合理的に確信できる限り、利上げを実施する上でコアインフレ上昇を待つ必要がない」「ドルの着しい上昇は今年の成長を抑制する効果をもたらす。こうした状況は続くだろう」「1Qは経済が弱くなったが、その一因はドルだった」
	Yellen (FRB議長、FOMC議長)	あり	あり	5月22日	「年内のどこかで利上げするのが適切」「最大雇用や2%物価目標到達を待っているのは景気過熱の危険がある」「海外経済の減速がドル高を招き米国からの輸出に悪影響」「こうした逆風が完全に止むには時間がかかる」
	Fischer・FRB副議長	あり	あり	5月27日 4月16日	「利上げを開始する上で世界経済の成長を考慮」「海外の成長が予想より弱い場合、緩和策解除のペースが海外の成長が予想通りの場合よりも遅くなる可能性」 「今年中の利上げ開始は可能」「2Qは既に回復が進行中」「ドル上昇は米経済成長にいくらかマイナスの影響をもたらしている」
	Tarullo理事	あり	あり	6月4日	「1QGDPの弱さを季節要因だけに帰すべきではない」「米経済はやや勢いを失った」
	Dudley・NY連銀総裁、FOMC副議長	あり	あり	6月5日	「今年前半の成長が昨年後半のペースから著しく減速していることは殆ど疑いない」「成長見通しに以前よりも幾分確信が持たなくなっている」「今年後半の利上げの可能性が高い」
	↓ ハト派	Brainard理事	あり	あり	6月2日
Rosengrenボストン連銀総裁		なし	あり	6月1日	「引き締めに着手するための条件はまだ達成されていない」「米経済は1Qに軟調となった後、上向いている兆候は出ていない」「厳冬といった一時的な要因が主に影響したのか、経済のより幅広い変化を反映したものがまだ不明」
Evansシカゴ連銀総裁		あり	なし	6月3日	「利上げ開始へのハードルはかなり高い」「3月FOMC以降の統計データは弱含んでおり、16年前半あるいは更に後まで利上げに踏み切ることができないことを意味する」
	Kocherlakotaミネアポリス連銀総裁(今年末で退任)	なし	なし	5月28日	「労働市場の一層の改善を促すため、今年には利上げを見送るべき」

(注) Harkerフィラデルフィア連銀総裁は7月1日就任、ダラス連銀総裁は未定。

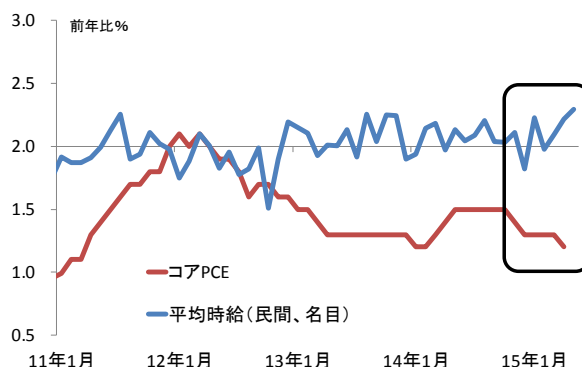
(出所) 各種メディアよりマネックス証券作成

(図表1) 米国の小売売上高



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

(図表2) 米国のインフレ率と賃金動向



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

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証券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、契約先証券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