

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: リフトオフ対リスクオフ

<要約>

金融市場では9月16-17日に米FOMCが利上げを開始(リフトオフ)するかが一つの焦点となっている。今回利上げ開始が強行される場合、ドルが対円、対ユーロなどで上昇しそうだが、現在の市場環境では株安やコモディティ安といったリスクオフの要素も加わり、豪ドルやNZドルの対米ドルでの下落が大きくなりそうだ。ただし、インフレ率やFF金利見通しが引下げられ、その後年内は据え置きとのメッセージが伝わると、ドル高は限定的となりそうだ。他方、今回利上げが見送られると、ドル/円は一旦下落、市場の安心感から株価やコモディティ価格が持ち直すと、豪ドルやNZドルに加えて、ブラジルレアルやトルコリラなどの新興国通貨の反発もみられそうだ。

市場により異なる9月利上げ期待の織り込み度合い

金融市場では米FOMCによる利上げ開始(lift-off、リフトオフ)のタイミングが最大の焦点となってきた。但し市場の織り込み度合いは最近の様々なイベントを受けて大きく変化しており、かつ市場によって異なっているようだ。米2Q GDP成長率の前期比年率+3.7%への大幅上方修正や8月雇用統計の全体的な堅調などから、米2年債利回りは0.74%程度と年初来高値圏で推移している一方で、最近の中国に端を発した世界的株安を受けて為替市場ではドルが対円などで下落しており、CMEがFF金利先物から算出する9月FOMC(9月16-17日開催)における利上げ確率は9月10日時点で23.6%と5割を大きく割り込んでいる。コアPCEデフレーターや雇用コスト指数などのインフレ指標の低迷も、FOMCが利上げを先送りする口実となり得る。国際社会でも立場が分かれている模様で、IMF専務理事や世銀チーフエコノミストは早期利上げに慎重さを求める一方、インドネシア、メキシコなどの中銀高官は、利上げ時期を巡る不透明感こそが問題として、利上げを早急に開始すべきと主張しているようだ。

筆者は、米国では賃金・一般物価のインフレが全く脅威となっていない中で、利上げのメリットよりも、更に世界金融市場を不安定化してしまうリスクというデメリットの方が大きいことから、利上げ開始は早くとも12月へ延期すべきと考えているが、市場の見方が二極化している中、9月FOMCに向けては利上げ強行、利上げ見送りの両方のシナリオを考えておく必要となりそうだ(2頁の表を参照)。

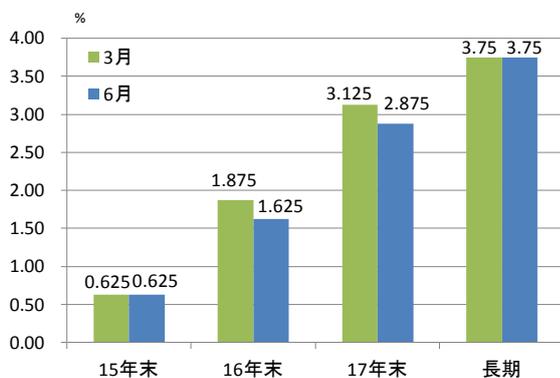
9月利上げ強行の場合、ドル高だがリスクオフの要素も

こうした中、9月FOMCで利上げ開始となる場合、完全に織り込まれている訳ではないため米2年債利回りの上昇と共にドルが対円、対ユーロなどで上昇しそうだ。なお、世界の株価が大きく上下し不安定に推移している現在の市場環境では、早急な利上げの株価や景気への悪影響も意識され易く、株安

やコモディティ安といったリスクオフの要素も加わるとみられる。その場合、豪ドル、NZ ドルなどのコモディティ通貨やブラジルリアル、トルコリラ、南アなどの新興国通貨の対米ドルでの下落が大きくなるリスクがあるほか、ドル/円の上昇も限定的となり得る。

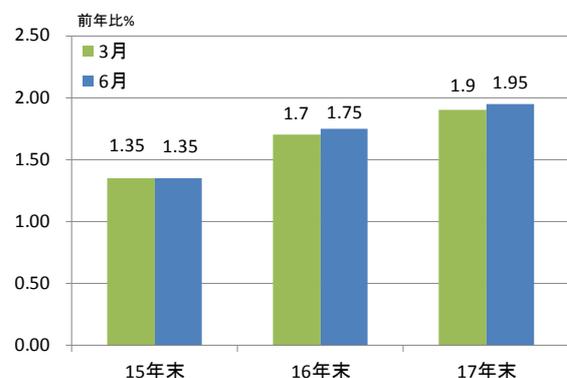
ただし、今回 FOMC では四半期毎の FOMC メンバーによる FF 金利や成長率、インフレ率などのマクロ経済予測も発表される。中では、FF 金利予想やコア PCE デフレータの見通しが前回 6 月対比で引き下げられる可能性が高く(図表 1、2)、その場合には、仮に 9 月に利上げが開始されてもその後の利上げペースがこれまでの想定よりもゆっくりとしたものになる。特に、年内は据え置きとの捉え方になればあまりタカ派ではない内容となることから、ドル高は限定的となりそうだ。但し、これまで米利上げを巡り世界の金融市場が動揺を繰り返してきたことは、ドットチャートなどを用いたこれまでの FOMC のコミュニケーションが必ずしも成功してきた訳ではないことを示唆しており、今回ハト派的な内容となっても、利上げを巡る「霧」が晴れる保証は全くなく、市場の不安定は続く可能性は残っている。

(図表1)FOMCのFF金利予想(中央値)



(出所)FOMCのデータを基にマネックス証券作成

(図表2)FOMCのコアPCE予想(中心的趨勢)



(出所)FOMCのデータを基にマネックス証券作成

(表1)米 9 月利上げの有無を巡るシナリオ

	<短期的な反応> 9 月利上げ強行	<短期的な反応> 9 月利上げ見送り	<来年央頃までの 中期シナリオ>
ドル/円	↑ 但しリスク回避が強まると上値は限定的に	↓	米 2 年債利回りと共に緩やかに上昇
米 2 年債利回り	↑	↓	FF 金利と共に緩やかに上昇
ユーロ/ドル	↓	↑ ↓	米利上げ、ECB 追加緩和でパリティ方向へ
ポンド/ドル	↓ ↑ 英利上げ期待も高まる	↑ ↓ 英利上げも見送りへ	英国の追随利上げを織り込みポンド高方向へ
豪ドル、NZ ドル、 新興国通貨	↓↓ コモディティ安も重石に	↑	中国減速・コモディティ供給過剰で下落基調
米株価、コモディティ価格	↓	↑	

(出所)マネックス証券作成

9月利上げ見送りの場合、一時的ドル安

逆に、9月FOMCで経済見通しの下方修正と共に利上げが見送られると、一旦ドル売りとなりそう。ドル/円が素直に米利回り反落と共に下落するとみられるほか、米ドル安に加えて米国を中心に株価やコモディティ価格が反発すると、市場のリスク回避姿勢の後退から豪ドルなどのコモディティ通貨や新興国通貨も反発するとみられる。但し、コモディティ価格は米利上げ期待からくるドル高の影響だけでなく、原油、鉄鉱石、銅など多くのコモディティ市場における過剰供給問題も下落トレンドの背景にあることから、米利上げ期待の後退だけでは大幅で持続的な反発には繋がらなさそう。また、先進国では米国が最初に利上げに向かう可能性自体は変化せず、来年にかけてのドル高シナリオは維持されるため、ドル安は一時的となりそう。特にユーロ/ドルは、ドル安で一時上昇圧力を受けても、ECBによる量的緩和プログラムの拡大・延長の可能性も同時に高まっていることから、上昇余地は限定的となりそう。

ご留意いただきたい事項

マネックス証券(以下当社)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。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、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。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。

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。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金(当初元本)を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

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