

## PRAEVIDENTIA WEEKLY (10月25日)

## FOMC：相手選びは慎重に

## 要約

FOMCの資産購入縮小開始タイミングが市場の中心テーマである中、関連する材料に反応してドルが上下に振れる展開が続いているが、ドルの変化は主要通貨に対して一様ではない。過去のFOMC後の反応、および足許の他の主要通貨の状況を考慮すると、今回10月FOMC結果に対しては、ハト派の場合には対債券や対豪ドルでドル売り、タカ派の場合には対円でドル買いをするのが最も得策と考えられる。

## 10月FOMCに向けた市場の織り込み

語り尽くされた感はあるが、Fedによる資産購入縮小開始を巡る市場の織り込みを整理すると、9月末以降の米議会における財政審議の難航と米政府機関の16日間の閉鎖を経て、年央には9月FOMCにも縮小が開始され、来年半ばには終了するとの見方が大幅修正を迫られ、現在では縮小開始は来年3月までないという見方となっている。こうした見方に基づくと、恐らく来年3月以降のFOMCにおける毎回の購入縮小額は100億ドルを上回らず、資産購入終了は2015年1-3月期となる(図表1)。

この資産購入縮小期間における成長率・インフレ率・失業率に関するコンセンサス予想をみると、インフレはなかなか2%に達しないものの、来年末には成長率は3%台乗せへ、失業率は6.7%へ低下するなど、ゆっくりとした縮小の間に経済はかなり普通の状態に戻っていくことになり、低インフレを理由にしたハト派主張は消えていくはずで、2015年入りにかけては量的緩和縮小と共にFF金利引上げの時期に関する思惑が市場を動かすことになる。

図表1：Fedの資産購入プログラムの縮小ペースに関するシナリオと市場の米経済予測

|        | 現在     | 2014年   |         |         |         |         |         |         |         | 2015年   |        |
|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
|        |        | 12月     | 1月      | 3月      | 4月      | 6月      | 7月      | 9月      | 10月     | 12月     | 3月     |
|        |        | 17-18日  | 28-29日  | 18-19日  | 29-30日  | 17-18日  | 29-30日  | 16-17日  | 28-29日  | 16-17日  | 27-28日 |
| 縮小ペース① |        | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -50億\$  |        |
| 月間購入額  | 850億\$ | 750億\$  | 650億\$  | 550億\$  | 450億\$  | 350億\$  | 250億\$  | 150億\$  | 50億\$   | ゼロ      |        |
| 縮小ペース② |        |         |         | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -100億\$ | -50億\$ |
| 月間購入額  | 850億\$ |         |         | 750億\$  | 650億\$  | 550億\$  | 450億\$  | 350億\$  | 250億\$  | 150億\$  | 50億\$  |
| 縮小ペース③ |        |         |         | -150億\$ | -150億\$ | -150億\$ | -150億\$ | -150億\$ | -100億\$ |         |        |
| 月間購入額  | 850億\$ |         |         | 700億\$  | 550億\$  | 400億\$  | 250億\$  | 100億\$  | ゼロ      |         |        |
| 市場予想   |        |         |         |         |         |         |         |         |         |         |        |
| GDP    | 1.9%   | 2.4%    |         | 2.6%    |         | 2.8%    |         | 2.9%    |         | 3.0%    |        |
| 失業率    | 7.2%   | 7.2%    |         | 7.1%    |         | 7.0%    |         | 6.8%    |         | 6.7%    |        |
| インフレ率  | 1.2%   | 1.4%    |         | 1.5%    |         | 1.7%    |         | 1.7%    |         | 1.8%    |        |

(出所) ブルームバーグ、プレビデンティア・ストラテジー

## タカ派、ハト派で異なる各通貨の反応：ドルとのコントラストが重要に

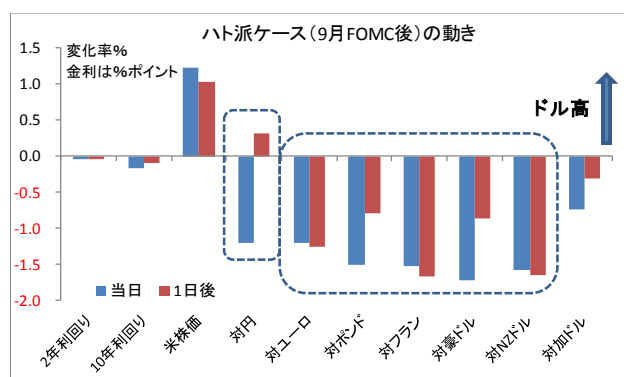
米政府機関閉鎖の影響で重要経済指標の発表が遅れ、緩和縮小開始如何を判断するための材料が欠如している状況では、10-11月分統計が出揃わない12月FOMCでの縮小開始すら難しいとみる向きが多い中で、今回10月FOMCはBernanke議長の記者会見がないこともあって、結果が為替市場に大きなインパクトを持つ可能性はあまり高くない。但し常にサプライズの可能性はあるため、タカ派、ハト派それぞれの場合の市場の反応を類推するため、最近のタカ派ケース(6月FOMC後の記者会見で、Bernanke議長が年後半に縮小を開始し来年

半ばに量的緩和を終了すると発言）およびハト派ケース（9月FOMCで、大方の市場参加者の予想に反し縮小開始が見送られた）におけるドルの対主要通貨に対する反応を検証する（図表2、3）。ドルは各々のケースで、他の主要通貨に対して異なる反応を示しており、この背景にはその他通貨固有の強さ/弱さが関係している。

### （1）ハト派ケース

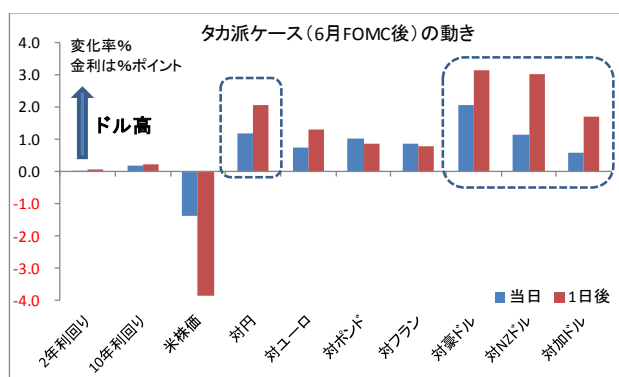
10月会合では、少なくとも声明文は前回よりハト派化している可能性がある。例えば、景気拡大ペースにつき9月声明文の moderate（緩やかな）から modest（緩慢な）へ下方修正されたり、「購入額を調整する前に、回復が持続的なことを示す更なる証拠を待つことにした」という前回見送りの表現が更に強化されたりする場合が考えられる。過去のハト派ケース（9月FOMC後）をみると（図表2）、発表当日は米長期債利回りの低下・米株高と共に、ドルは対円、対欧州通貨、対豪ドル、NZドルでほぼ同様の下落を示した。もっとも、2日目に対円で下落は帳消しとなっている。対円でドルがあまり下がらなかった、つまり円が上昇しにくかった背景には、日銀の異次元緩和があると当社はみている。円固有の弱さがあるため、FOMCのハト派化からくるドル安が顕現化しにくく、ドル下落が小幅に留まることが示唆され、ハト派の場合のドル/円の売りにはあまり妙味がないことになる。

図表2：ハト派ケース（9月FOMC後）の動き



（出所）ブルームバーグより当社作成

図表3：タカ派ケース（6月FOMC後）の動き

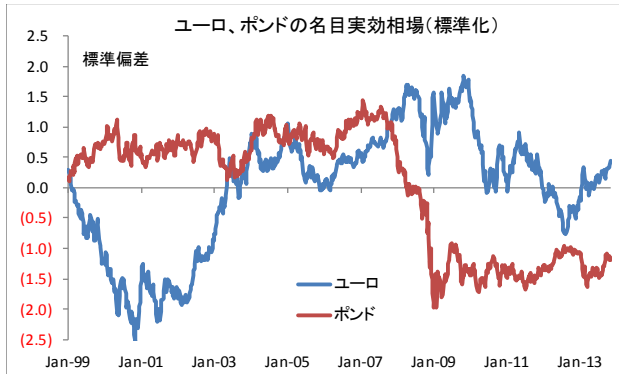


9月FOMC後では対ポンド、対豪ドルでのドル安が翌日に縮小しているが、現状では、ドルはポンドと豪ドルに対して最も下落し易い、すなわちポンドと豪ドルが最も対ドルで上昇し易いとみている。英国では循環的な景気回復が継続しているほか、インフレ率も足許前年比+2.7%とBoEのインフレ目標の上限に近く、かつ住宅市場では一部でバブルが懸念されているほど回復が鮮明化している。こうした中、BoEの金融緩和長期継続を約束したフォワードガイダンスに対する信頼は低下しており、ポンド上昇し易いだろう。長期的にみても、ポンドは依然として安値圏にあり、上昇余地が大きい（図表4）。

他方、ユーロはポンドと同様にPMIなどビジネスセンチメントは改善が続いており、スペイン経済の改善もあって債務危機懸念が後退していることもユーロ上昇要因となっている。もっとも、ユーロ圏ではインフレ率（HICP）が前年比+1.1%と非常に低く、また足許のユーロ高はギリシャ、イタリアなど輸出競争力が脆弱な国の債務問題の解決を遅らせるリスクがあるなど、次第に当局のユーロ高懸念を高めるリスクがある。実際、既に10月11日にNowotnyオーストリア中銀総裁は現水準（発言当時は1.35ドル台）は輸出に影響を与える可能性があるとして発言している。

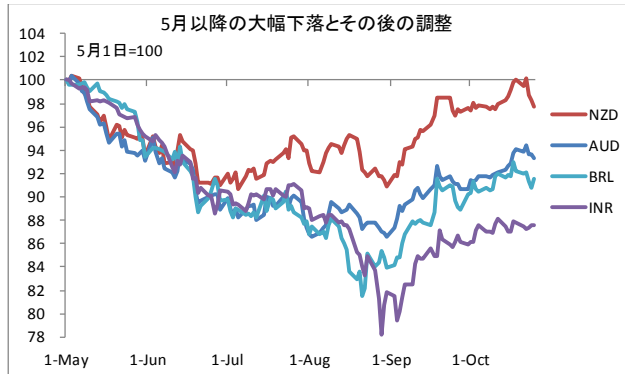
豪ドルも続伸の余地が残されている。豪ドルは5月から8月までの大幅下落後の調整反発過程にあるが、中国の景気減速懸念が後退しRBAの利下げ期待も後退するかたちでリバウンドしてきた豪ドルはまだ5月以降の下落直前の水準を回復するに至っていない。他方、NZドルの方がこれまで早期利上げを織り込むかたちで大幅に上昇してきたが、市場は既に来年初に向けた利上げの可能性を十分に織り込んでおり、かつNZドルの水準は今年5月にRBNZがNZドル売り介入を行った水準へ上昇してきていることから、上値追いが難しい状況にある（図表5）。

図表 4：ユーロとポンドの名目実効相場



(注) 図表 4 では、0.0 が 99 年以降の平均水準に相当。(出所) ブルームバーグより当社作成

図表 5：豪ドル、NZ ドルなどの 5 月以降の変動



## (2) タカ派ケース

可能性としてはハト派ケースに比べて低いですが、声明文で景気認識が下方修正されないなど、ハト派化しない場合にはタカ派と捉えられるとみられる。6 月 FOMC 後の反応をみると(図表 3)、発表から翌日にかけて、ドルは豪ドルや NZ ドルに対して最も大きく上昇し、ドル/円の上昇率を上回った。もっとも、当時は豪ドル、NZ ドルなど伝統的に高金利・商品輸出国・株価敏感・高リスク通貨としてカテゴライズされ易い通貨が、まさに米国の緩和縮小からくる資金引揚げ懸念を背景に、他の多くの EM 通貨と並んで大きく売られていた局面だったことから、これらの通貨に対するドル上昇幅が誇張された面がある。今回は、豪ドル、NZ ドルなどは大きく反発し米ドルが反落している局面であるため、タカ派的な内容を受けた米長期債利回り上昇・ドル高と株安が起きたとしても、豪ドル、NZ ドルやエマージング通貨の下落は小さくならう。このため、相対的にドル高は対円で大きくなり易いとみられる。前述の通り円には金融政策面での固有の売り圧力があるため、ドル上昇局面ではコントラストが鮮明になり易い。なお、NZ ドルに関しては、これまで既に大きく上昇してきていることから上昇余地が限られており、タカ派的な FOMC を受けた米ドル高をきっかけに NZ ドルの調整(反落)が起きる可能性はあるだろう。

## 戦略：ハト派ならポンド/ドル(豪ドル/米ドル)の買い、タカ派ならドル/円の買い

以上を総合すると、今回 FOMC がハト派的な結果となる場合には、主要通貨の中ではポンド、あるいは豪ドルを対ドルで買うが最も利益が出易いとみられる。他方、タカ派的な結果となる場合には、ドル/円を買うと最も妙味があるとみられる。また、NZ ドルの反発局面が既に飽和しているとする、タカ派の場合の NZ ドル売りも利益が出易くなっているかもしれない。

### ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。

ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。