

みずほマーケット・トピック(2022 年 3 月 17 日)

FOMC を終えて～短期決戦型の利上げ。効果は 24 年以降～

FOMC は FF 金利誘導目標を 0.25～0.50%へ 25bps 引き上げることを決定。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)は 25bps 単位でカウントした場合、22 年は 7 回、23 年は 3 回、24 年はゼロ回。「23 年には中立金利を超える」という見通しであり、今回の利上げ局面は最長でも足許から 1 年 9 か月ほどしか続かない公算。資源価格の動向次第では途中 50bps の利上げもあり得ると考えれば、23 年前半に中立金利へ到達し、利上げ局面が収束に向かう可能性もあり、短期決戦型の利上げと言える。FOMC メンバーによる経済・物価見通し(SEP)は予測期間を通じて大きな修正が目立ち、とりわけ 22 年の実質 GDP 成長率は+4.0%から+2.8%へ▲1.2%ポイントも下方修正。ドットチャートと SEP を合わせて理解すると 22 年から開始される短期決戦型の利上げが奏功するのは 24 年以降という想定に。当面の注目は 6 月 16～17 日の会合で今回と同じようなドットチャートや SEP を示すことができるかどうか。筆者は引き続き、実体経済へのダメージにも配慮される中、年内の利上げ回数が 3 回程度に収まる可能性は残ると警戒。

～短期決戦型の利上げ局面～

今週 15～16 日に開催された FOMC は FF 金利誘導目標を 0～0.25%から 0.25～0.50%へ 25bps 引き上げることを決定した。2018 年 12 月以来、約 3 年ぶりの利上げとなる。FOMC は利上げ方向で意見集約されており、9 票中 1 票の反対票

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2021	2022	2023	2024	Longer run
Mar-21	0.125%	0.125%	0.125%	n.a.	2.500%
Jun-21	0.125%	0.125%	0.625%	n.a.	2.500%
Sep-21	0.125%	0.250%	1.000%	1.750%	2.500%
Dec-21	0.125%	0.875%	1.625%	2.125%	2.500%
Mar-22	0.125%	1.875%	2.625%	2.625%	2.250%

(資料)FRB

(ブラード・セントルイス連銀総裁)は 50bps 提案であった。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)は 1 回 25bps 単位でカウントした場合、2022 年は 7 回、2023 年は 3 回、2024 年はゼロ回となる。利上げの終点である中立金利は 2.50%から 2.25%と下がっているが、投票者が前回から 2 名減っているため、現状では横ばいというイメージにとどめておくのが無難だろう。

しかし、中立金利が 2.25%であれ、2.50%であれ、「2023 年には中立金利を超える」という見通しであり、今回の利上げ局面は最長でも足許から 1 年 9 か月ほどしか続かない公算になる。中央銀行の視点に立てば、中立金利を超えて初めて引き締めと言える。現下のインフレ高進を踏まえれば、そこ(中立金利)まで足早に向かう必要があり、それが今年 7 回という中央値に現われていると考えられる。資源価格の動向次第では途中 50bps の利上げもあり得ると考えれば、2023 年前半に中立金利へ到達し、利上げ局面が収束に向かう可能性もある。短期決戦型の利上げと言える。

裏を返せば、今から急いで利上げしなければならないということは、いわゆる「behind the curve」の状況であり、実際にこの点を質す記者は現れた。パウエル議長もそうした政策上の至らなさを認

めているが、その一方で利上げの糊代が大きく、保有資産の削減余地も大きいいため、インフレ抑制は依然可能であることを強調していた。現実問題として、ウクライナ危機に伴う資源価格高止まりの長期化を予見するのは不可能であり、この点に FRB の過失を求めるのは酷であろう。

～短期決戦型が効果を発揮するのは 2024 年以降～

パウエル FRB 議長は、会見冒頭で米経済の力強い拡大を強調し、とりわけ労働市場に関しては失業率の低下および賃金の上昇などを見る限り、好ましい状況にあると述べた。懸案のウクライナ危機の影響は足許では不透明としながらも、輸出減少などを通じて実体経済を押し下げる可能性は指摘されている。実際、FOMC メンバーによる経済・物価見通し (SEP) は予測期間全般にわたって

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2022年3月時点

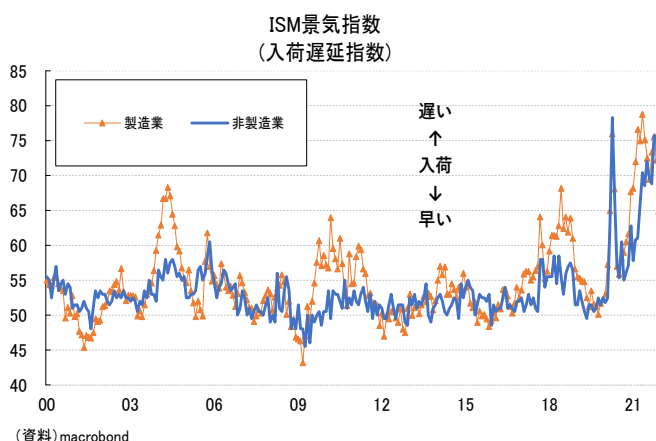
	2022	2023	2024	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	2.8 (4.0)	2.2 (2.2)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率 (12月時点)	3.5 (3.5)	3.5 (3.5)	3.6 (3.5)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (12月時点)	4.3 (2.6)	2.7 (2.3)	2.3 (2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	4.1 (2.7)	2.6 (2.3)	2.3 (2.1)	

大きな修正が目立ち、とりわけ 2022 年の実質 GDP 成長率に関しては+4.0%から+2.8%へ▲1.2%ポイントも引き下げられている(2023～2024 年は不変)。これは個人消費支出(PCE)デフレーターの見通しと整合的であり、コアベースで見ても 2022 年が+2.7%から+4.1%へ、2023 年が+2.3%から+2.6%へまとまった幅で引き上げられている。元より問題としてあった供給制約や資源価格の高止まりがウクライナ危機によって長期化し、これがさらにインフレ高進を招き、消費・投資活動が停滞するというのが FRB の胸中と見受けられる。なお、今回から始まった利上げの影響はラグを伴って発揮されるため、今回の SEP には十分反映されていないようである。

以上のようなドットチャートと SEP を合わせて理解すると FOMC の胸中は理解がしやすい。ドットチャートで示すように、利上げは 2023 年末で終了し、2024 年末は横ばいとなる。既に述べたように、ここで初めて中立金利と同等かやや上になるため、引き締め政策になる。パウエル議長が認めるように引き締め効果はラグを伴って発現するため、2024 年以降、顕著に成長率と物価が抑制されることになる。SEP で示された予測値は確かにそのような仕上がりである。2022 年から開始される短期決戦型の利上げが奏功するのは 2024 年以降という話になる。

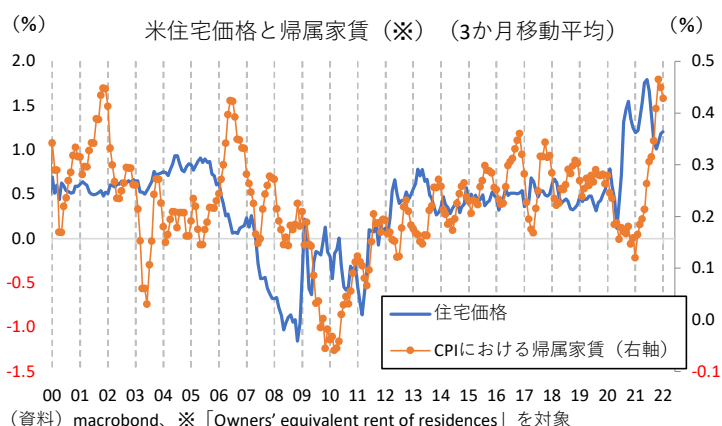
～6 月ドットチャートもスタンス保てるか？～

とはいえ、米イールドカーブは確実にフラット化が進んでおり、金融市場のオーバーキル懸念は根強い。最も注目度が高い 10 年-2 年スプレッドも既に 20bps 程度まで潰れている。前回利上げ局面を思い返せば、2015 年 12 月に利上げ着手した時点で同スプレッドは約 120bps だった。FRB も市場参加者も「2022 年中は 7 回利上げ」で予想形成が進



んでいるが、あと 2～3 回程度の利上げで逆イールドは視野に入るという事実も見逃せない。もちろん、ウクライナ危機に伴うインフレ懸念の長期化は引き締め理由として正当なものだが、元々懸念されていた供給制約は徐々に後退している。例えば ISM 景気指数の入荷遅延を見ると、水準は依然高いが、製造業は昨年半ば、非製造業は昨年秋頃にピークアウトしている(前頁図)。また、懸案の住宅価格やこれに付随する(CPI における)帰属家賃の動きもピークアウトが見られている(図)。

3 月利上げは今更撤回できないというムードの中でパウエル議長が予告する格好となったが、少なくとも 1 回目と 2 回目以降では市場ムードは大分異なるはずである。その意味で 5 月 3～4 日の会合は利上げで乗り切ったとしても、6 月 16～17 日の会合で同じようなドットチャートや SEP を示すことができるだろうか。筆者は引き続き、実体経済へのダメージにも配慮される中、年内の利上げ回数が 3 回程度に収まる可能性は残っていると考える。それは 3 か月前、年 7 回の利上げを予想する声が皆無だったことを思い返せば否めないシナリオであろう。利上げ回数の想定を引き上げ、これに伴いドル/円相場の見通しを修正する必要性に関しては、今のところ慎重さを持ちたいと思う。



市場営業部・金融市場部
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

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試験に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～