

みずほマーケット・トピック(2022年6月16日)

## FOMC を終えて～円安地合いは固まるばかり～

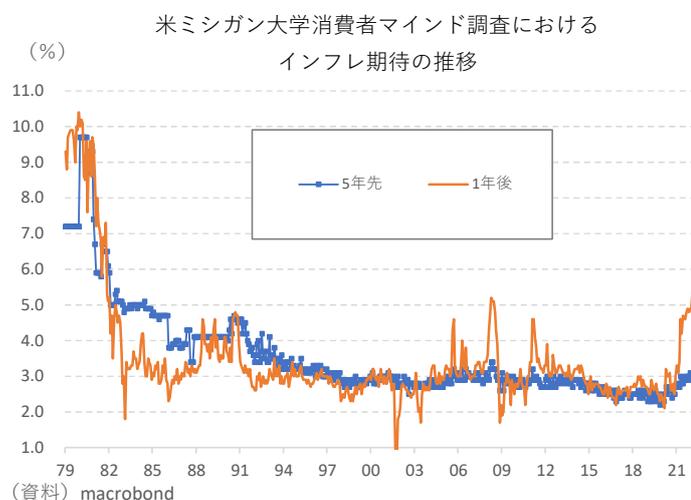
注目された FOMC は FF 金利誘導目標を 1.50～1.75%へ+75bp 引き上げることを決定。とりわけパウエル FRB 議長はミシガン大消費者信頼感指数が「強く目を引いた」と述べており、次回以降、CPI と並んでミシガン大学消費者信頼感指数はかなり重要な経済指標になる。もはや、賃金抑制の観点から大幅な失業者増加(端的には失業率上昇)が求められる局面とも言え、「オーバーキル辞さず」というのが FRB の胸中と推測される。ドットチャート通りに事態が進めば、今年 10～12 月期以降の米経済は中立金利以上の金利環境に置かれることになる。その状況に至れば、リセッションという言葉は今よりも多用されるようになっている可能性もあるが、むしろ景気的大幅減速は足許のインフレ抑制にとって必要条件であり、大して問題視されないだろう。当面の円相場を考える上で重要なことは、FRB は元より、ECB やスイス国立銀行(SNB)など、日銀と同じマイナス金利グループにあった中銀が次々と正常化に動き出すことだろう。

### ～オーバーキル辞さず～

注目された FOMC は FF 金利誘導目標を 1.50～1.75%へ+75bp 引き上げることを決定した。先週 10 日の米 5 月消費者物価指数(CPI)が想定外の加速をしたことや同日に発表された米 6 月ミシガン大学消費者信頼感指数が過去最悪の結果となったことなどを受けて従前の+50bp からさらにアクセラが踏まれた格好である。75bp は 1994 年 11 月以来、27 年 7 か月ぶりの大きさとなる。とりわけパウエル FRB 議長はミシガン大消費者信頼感指数

が「強く目を引いた」と述べ、同調査におけるインフレ期待上昇が大幅利上げの決め手になったと述べている。ここまではっきり言及した以上、次回以降、CPI と並んでミシガン大学消費者信頼感指数もかなり重要な経済指標にならざるを得ない(図)。実際、1 年先のインフレ期待は非線形に急騰しており、これに応じて財・サービスの価格設定も進む恐れがかなり強い。

もちろん、単月の経済指標で引き締めアクセラを踏むことが来年以降の実体経済にいかなる影響を持つのか大きな懸念を抱かざるを得ないが、雇用・賃金情勢のひっ迫がインフレに持続性をもたらしている疑いがある。とすれば、かなりまとまった幅での失業者増加(端的には失業率上昇)が求められる局面とも言え、もはやオーバーキル辞さずというのが FRB の胸中と推測される。



パウエル議長も会見で言及したように、需要超過がインフレを駆動している中、利上げと景気減速のトレードオフを議論することはポイントレスであり、利上げで景気減速を起こすことでインフレを抑制したい局面と考えるのが妥当である。

～雇用・賃金情勢を踏まえれば、軟着陸も可能か～

メンバーの政策金利見直し(ドットチャート)は 2022～24 年の各年末の政策金利は「3.375%→3.750%→3.375%」と、2024 年の利下げ転換を念頭に置きつつも、前回(3 月)対比で「1.50%ポイント→1.125%

各年末の政策金利見直し(予想中央値)

FOMC Date	2022	2023	2024	Longer run
Jun-21	0.125%	0.625%	n.a.	2.500%
Sep-21	0.250%	1.000%	1.750%	2.500%
Dec-21	0.875%	1.625%	2.125%	2.500%
Mar-22	1.875%	2.625%	2.625%	2.250%
Jun-22	3.375%	3.750%	3.375%	2.500%

(資料)FRB

ポイント→0.75%ポイント」と大幅に上方修正されている。中立金利が 2.25%から 2.50%へ引き上げられているものの、予測期間中にわたって中立金利を超える引き締めの状況が実現する事実には変わりはない。なお、年内に関して言えば、あと 4 会合で 1.75%ポイントの利上げが必要になる。7 月と 9 月に +50bp ずつ引き上げても中立金利に到達すること、7 月も +75bp の可能性が高そうなことなどを踏まえると、10～12 月期以降の米経済は中立金利以上の金利環境に置かれることになる。

その状況に至れば、リセッションという言葉は今よりも多用されるようになってきている可能性もある。しかし、繰り返しになるが、むしろ景気の大幅減速は足許のインフレ抑制にとって必要条件になっている。メンバーの経済・物価見直し(SEP、右表)を見ても、予測期間中、実質 GDP が大きく引き下げられる一方、失業率は自然失業率(中央値で 4.0%)にほぼ収まる見直しにあ

FRBの経済見直し(大勢見直し、%)、※2022年6月時点

	2022	2023	2024	長期見直し
実質GDP成長率 (3月時点)	1.7 (2.8)	1.7 (2.2)	1.9 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率 (3月時点)	3.7 (3.5)	3.9 (3.5)	4.1 (3.6)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (3月時点)	5.2 (4.3)	2.6 (2.7)	2.2 (2.3)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	4.3 (4.1)	2.7 (2.6)	2.3 (2.3)	

(資料)FRB

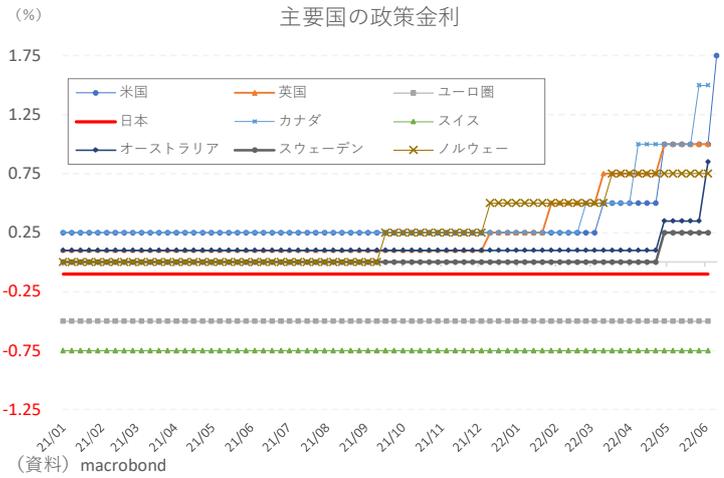
る。確かにこの状況が本当に続くならば、激しい引き締めにもかかわらず米経済は軟着陸を果たす可能性もある。問題はこの想定通りに、緩やかに雇用・賃金情勢が悪化してくれるのかである。

～為替への影響～

為替への含意は最近の本欄で繰り返し強調している通りである。当面の円相場を考える上で重要なことは FRB は元より、ECB やスイス国立銀行(SNB)など、日銀と同じマイナス金利グループにあった中銀が次々と正常化に動き出すことである(昨日、FOMC 直前に開催された ECB 緊急政策理事会については後日本欄で議論する)。既に、主要国の政策金利状況は次頁図のようになっており、現時点で利上げに手を付けていない中銀(日銀、ECB、SNB)は一瞥しても目立つ。既に ECB が 9 月にかけてプラス金利に復帰することは宣言されている。SNB もジョルダン総裁が 5 月下

旬、「2008年以來初めて、引き締めに向かうという新局面を迎えつつある」という認識を示している。

これに対して、直近の黒田日銀総裁の発言は「金融緩和を粘り強く続けて経済をしっかりサポートしていく必要がある」である。常に「相手のある話」で価値が決まる為替市場において、この中銀スタンスの差はあまりにも大きい。普通を考えればマイナス金利を採用している中銀の孤立感は今後相当深まるはずである。実態としてそうした取引があるかどうかは別にして、円キャリー取引への期待だけでも円は売られる可能性がある。しかも、前回円キャリー取引が流行った2006～07年と異なり、今や日本は貿易黒字大国から貿易赤字大国へと様変わりしている（本日発表の5月貿易収支も▲2兆円超と過去2番目の赤字だ）。金利・需給というファンダメンタルズに照らして円安が正当化される地合いが時々刻々と固まっている。



市場営業部  
 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](mailto: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](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6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株値に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
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～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
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ムリスクになるのか？
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～ドイツの自傷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～いつまで株値を無視できるか～
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