みずほマーケット・トピック（2022 年 10 月 13 日）

FOMC 議事要旨を受けて～2023 年も高金利～

FOMC 議事要旨は予想通り、当面のタカ派継続を印象付けた。引用すべき箇所は複数あるが、当面の FRB の政策姿勢は「多くの参加者は引き締めが遅れる方が引き締めを厳しくし過ぎるよりも高くつくと強調した」という一文に尽きる。また、為替見通しを考えるうえでは、多くのメンバーが政策金利に関し「十分な引き締め水準（a sufficiently restrictive level）」に達したとしても、インフレ率が 2%目標に収斂するという「説得的な証拠（compelling evidence）」が確認されるまでは、その水準で暫くの間、据え置くことが必要という立場を示したことが重要。9 月の FRB スタッフ経済見通しを見ると個人消費支出（PCE）デフレーターの予測レンジはコアベースで+3.0～+3.4%と 2%台ですらない。議事要旨を踏まえる限り、2023 年いっぱいは利下げを想定せず、「利上げ or 現状維持」が既定路線に。つまり、ドル/円相場を駆動する主因と見られている日米金利差に関しては、十分な水準が今後 1 年以上は約束された状況にも読める。また、利上げを止めた時点で市場のボラティリティが低下していることを前提とすれば、やはり 2023 年は「十分な金利差」と「低いボラティリティ」というキャリー取引成立のための 2 大条件が揃う年に。

～米政府・FRB は「リセッション≠リスク」との認識～

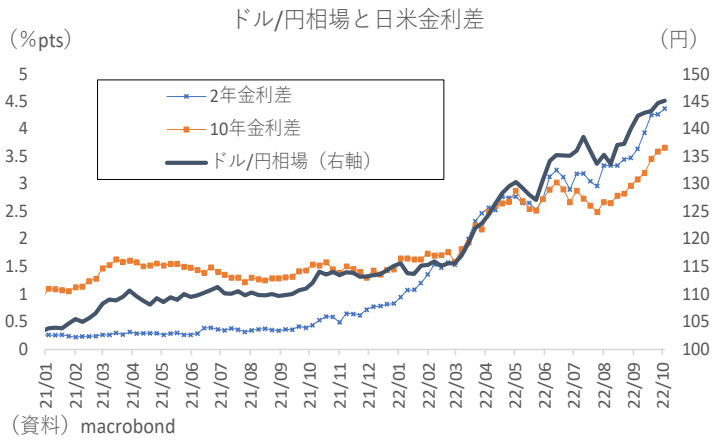
昨日は FOMC 議事要旨（9 月 20～21 日開催分）が公表されている。メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）が大幅に引き上げられた会合だが、議事要旨で確認される実際の議論を見ても、当面のタカ派継続を印象付ける箇所が多かった。引用すべき箇所は複数あるが、やはり当面の FRB の政策姿勢は「多くの参加者は引き締めが遅れる方が引き締めを厳しくし過ぎるよりも高くつくと強調した（Many participants emphasized that the cost of taking too little action to bring down inflation likely outweighed the cost of taking too much action）」という一文に尽きるのだろう。

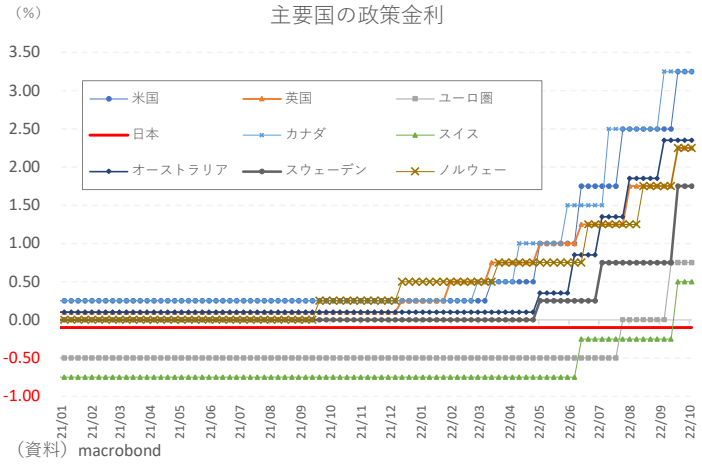
なお、今週から始まる米企業決算の公表に関し、金融市場では米金利やドルの上昇が業績に及ぼす悪影響を懸念する声も散見され始めている。しかし、企業業績は FRB が「狙った結果」でもあり、タカ派路線を修正する理由にはならないだろう。議事要旨を見ても、インフレが抑制されるには「基調を下回る GDP 成長とこれに伴う労働市場の軟化が必要（Participants observed that a period of real GDP growth below its trend rate, very likely accompanied by some softening in labor market conditions, was required）」とある。企業収益の悪化が労働市場の悪化に波及していくことは、インフレ抑制に必要な結果であって回避するものではない。バイデン米大統領も昨日、景気後退（リセッション）の可能性を認めているが、そうした動き無くして現状を打開するのは困難というのが政府・FRB の基本認識なのだろう。FRB の政策運営ひいては米国経済の状況に関し「リセッションのリスクをどう見るべきか」という照会は多いが、そもそもリセッションは当局者にとってリスクではない。

～2023 年も米金利は高水準に～

為替見通しを考えるうえで特に興味深いと感じた箇所は、多く(many)のメンバーが政策金利が「十分な引き締め水準(a sufficiently restrictive level)」に達したとしても、インフレ率が 2%目標に収斂するという「説得的な証拠(compelling evidence)」が確認されるまでは、その水準で暫くの間、据え置くことが必要という立場を示した部分である。この点、9 月に改定されたばかりの FRB スタッフ経済見通し(SEP)を見ると同年の個人消費支出(PCE)デフレーターの予測レンジはコアベースで+3.0～+3.4%と 2%台ですらない。また、ドットチャートは少なくとも 2023 年に入ってから+25～50bp の利上げを想定している(その程度済むのかどうかは不明だが)。

つまり、上述のような議事要旨の議論を踏まえる限り、2023 年いっぱいは利下げを想定せず、「利上げ or 現状維持」が既定路線と見て良いのだろう。つまり、ドル/円相場を駆動する主因と見られている日米金利差に関しては、十分な水準が今後 1 年以上は約束された状況にも読める。また、利上げを止めた時点で市場のボラティリティが低下している(株高にもなっている)ことを前提とすれば、やはり 2023 年は「十分な金利差」と「低いボラティリティ」というキャリー取引成立のための 2 大条件が揃う年になるのではないか。「円安はドル高の裏返しであり、利上げが止まればドル高・円安も止まる」というシンプルな考え方は確かに理がある。現実問題として日米 2 年金利差とドル/円相場の相関は非常に高く(図・上)、利上げ路線の終わりが押し目を提供する可能性は高い。しかし、2023 年を通じてそれが続くと筆者は思っていない。世界が陰に陽に通貨高競争の色合いを強めている現状を踏まえれば、FRB が利上げ路線を走る中で主要中銀もこれに追随するのだろう(図・下)。年初来、「日銀の孤立」が取りざたされるが、政策金利差に照らせば、2023 年こそそれが際立ってくるのではないか。過去の本欄では繰り返し論じてきた点だが、「春になれば円安は終わる」という巷説には簡単に乗れない。





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

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に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10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版（国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～）
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版（FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～）
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年8月分）
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版（ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～）
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～）
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版（劣後する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～）
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数（PPI）と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年7月分）
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版（ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～）
2022年7月29日	週末版（米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～）
2022年7月27日	IMF世界経済見通し（7月改定）を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版（ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～）
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年6月分）
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版（世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～）
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版（2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～）
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～）
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～）
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年5月分）
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
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」のブレーキが重要～）
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？