

みずほマーケット・トピック(2022 年 11 月 28 日)

FOMC 議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～

FOMC 議事要旨(11 月 1～2 日開催分)は多く(a number of)のメンバーが利上げペースの減速を主張したことがクローズアップされている。もっとも、12 月 FOMC における+75bp から+50bp への利上げ幅縮小は想定されていた既定路線であり、本当の注目は+50bp が+25bp に移行するタイミングであろう。それが実現に至って初めてターミナルレートの水準が見えてくる。当面の利上げ局面は①幅(ペース)、②最高到達点、③②を維持する期間の 3 点から評価される。現状を踏まえると、①は巡航速度(+25bp)を視野に入れつつ、今後は②を検討する時期に入ることになる。その上で③を検討する時期が待っているという理解が重要。③はおろか②についてもコンセンサスが揺らぐのが現状と言える。2023 年に関して言えば、利上げ停止が材料として新味を失った後、再びその時点の金利差に着目した取引が横行する可能性があることはやはり留意したい。十分な金利差と低いボラティリティはキャリー取引を行うための 2 大条件。

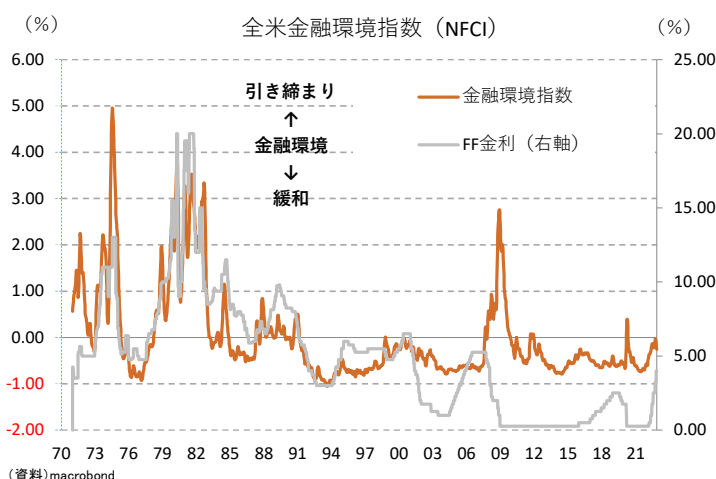
～問題は本当に 2 月の+25bp があるのかどうか～

先週公表された FOMC 議事要旨(11 月 1～2 日開催分)は今後の利上げ軌道に関し、引き続きデータ次第との総意が確認されたものの、多く(a number of)のメンバーが政策スタンスについて「既に十分引締め」と判断しており、利上げのペースの減速についても「適切」と考えている現状が示されている。また、大多数(substantial majority)のメンバーが、利上げの減速を「まもなく(soon)」決断することが適切と主張している。さらに今後の利上げ幅を決定するに至っては、従前の利上げが持つ累積的な効果を考慮する必要性にも言及が見られている。これらの記述を踏まえる限り、12 月 FOMC における+75bp から+50bp への利上げ幅縮小はほぼ確実だろう。

もっとも、これは以前から想定される既定路線でもある。利上げ幅の縮小に関して言えば+50bp が+25bp に移行するタイミングこそ注目であり、そこで初めてターミナルレートの水準が見えてくる。現状、2023 年の利上げ幅は合計+50bp 程度が見込まれており、これは「2 月と 3 月に+25bp ずつ」という織り込みと見受けられる。減速しているとはいえ、ヘッドラインの消費者物価指数(CPI)が依然として前年比+7%を超える現状を踏まえると、果たして 2 月に+25bp という想定は現実的なのか。市場が期待する 2 月に+50bp、3 月に+25bp というのはあくまで最速シナリオであり、相応の確率で 2 月も 3 月も+50bp で 5 月以降に+25bp が継続するということもあり得ると筆者は考えている。

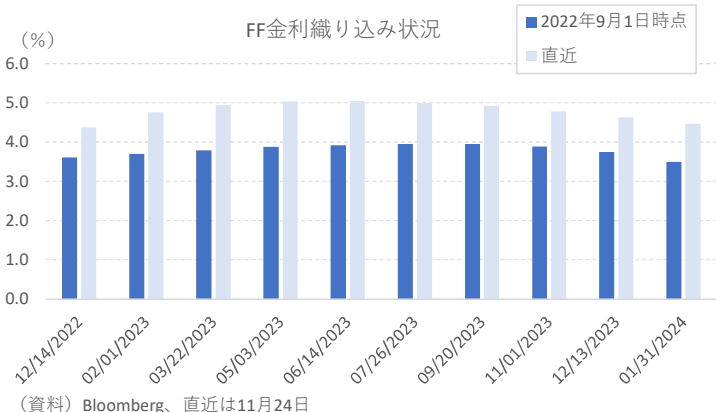
なお、パウエル FRB 議長も 11 月会見で言及したように利上げ局面は①幅(ペース)、②最高到達点、③②を維持する期間、の 3 点から評価される。現状を踏まえると、①は巡航速度(+25bp)を視野に入れつつ、今後は②を検討する時期に入ることになる。その上で③を検討する時期が待っているという理解になる。③はおろか②についてもコンセンサスが揺らぐのが現状と言えるだろう。

う。少なくとも利上げの効果が半年から 1 年後に表れるという通説に立てば、最初に+75bp 利上げを行ったのが 6 月であるため、その影響はまさにこれから顕現化することになる。もっとも、過去に取り上げたように、シカゴ連銀公表の全米金融環境指数(NFCI)は歴史的に見れば「緩 and 的」を示唆する状況にある。折に触れてパウエル議長が引き合いに出す 1980 年代前半のボルカー議長時代の引き締め局面は NFCI がはっきり引き締めを示唆していた。その時代を倣った政策運営を志向しているパウエル議長からすれば、②や③の議論はより高く・長くを目指している可能性がある。



〜ドル/円相場のドライバーは日米金利差というより・・・〜

いずれにせよ、当面は世界の資本コストである FF 金利が徐々に切り上がっていくという事実は従前と何ら変わらない。上述するように、報道では利上げ幅の減速ばかりがクローズアップされやすいが、FRB の次の焦点は②最高到達点である。今回の議事要旨を見ても、多様な (various) のメンバーが、インフレに減速の兆しを確認できず、マクロの需給不均衡が継続することを前提とすれば「政策金利の最高到達点 (the ultimate level) はこれまでの想定よりも幾分高い (somewhat higher)」と主張している。過去 2 か月間の相場状況だけに着目すれば、各種インフレ指標の減速を理由に米金利とドルの相互連関的な下落が見られているが、9 月初頭と現状を比較すれば金融市場が織り込む FF 金利の水準は見通せる将来に関して+100bp ほど切り上がっている(図)。9 月に比べてハト派になったとしても、ターミナルレートの水準は切り上がっているのである。



この点、日米金利差が本当に円売り・ドル買いの理由ならばこうした織り込みが評価されないはずがない。しかし、ドル/円相場はこの 2 か月間で年初来高値をつけた後、急落している。日米金利差を円安の主因と解説してきた向きの殆どがこうした挙動に触れようとしない。結局、問題視されるのは金利差に関する「水準」ではなく「方向感」であって、それは FRB の「気分」と言い換えても差し支えないのだろう。FRB の「気分」がハト派に転じているならドル売り、タカ派のままならドル買いというだけの話であり、それを一番端的に示す計数が日米金利差という話である。しかし、厳密に金利差の水準からドル/円相場の水準を検討することに大きな意味はない。政策金利の「差」に関して言えば、その水準はまだ十分部分に大きく、これからも大きくなっていく見通しである。

～やはり気になるキャリー取引の可能性～

金融市場の織り込み通りに政策運営が進めば、来年 3 月に FF 金利は 5% 前後に到達し、そこから概ね横ばいの局面に入る。利上げ停止は株高と共に金融市場のボラティリティ低下に直結する公算が大きい。確かに FRB 高官の講演や声明文などを通じて利上げ停止が喧伝されれば、その時は米金利低下とドル売りが勢いを持つだろう。それは年末から来年 1～3 月期にかけて想定される相場つきである。しかし、過去の本欄では繰り返し論じるように、利上げ停止が材料として新味を失えば、再びその時点の金利差に着目した取引が横行する可能性がある。十分な金利差と低いボラティリティはキャリー取引を行うための 2 大条件である。

一時的な利上げペース減速を針小棒大に捉え、為替市場、とりわけ唯一のマイナス金利を導入する貿易赤字大国の通貨である円まで大転換の時期に差し掛かっていると論じるのは飛躍はないだろうか。少なくとも、米金利が低下するという事実だけで今年の出発点である 112～113 円まで 2023 年中に戻れるとは思えず、130 円前後の水準を下値目途に 2023 年を展望したいと思う。

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11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
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(劣化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ピング構想～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～)