

みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 15 日)

FOMC を終えて～PCE ピークアウトと利上げ停止時期～

FOMC は今次利上げ局面で初めて利上げ幅の縮小に踏み切った。しかし、メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)では利上げの最終到達点(ターミナルレート)が引き上げられており、23 年末時点の FF 金利(予想中央値)は+50bp 高くなった。24 年に利下げというパス自体は引き継がれているが、市場では 23 年 10～12 月期から利下げという織り込みが続いており、この点が FRB の情報発信との間に溝がある。パウエル FRB 議長が述べるように data dependent で政策運営を仕切るのであれば、PCE デフレーターのパークアウトと共に利下げの議論が始まる可能性は否定できない。「利下げ可能性の有無」は 23 年の FRB をウォッチする上で重要なテーマになるだろう。片や、ドットチャートと SEP の仕上がりを含わせ見ると、「ターミナルレートを引き上げたのに、インフレ率が上振れた」という構図になっている。可能性は高くないが、23 年にまつわる円安リスクとして「1～3 月期以降も FRB の利上げが継続するケース」は引き続き留意。

～ターミナルレートはややタカ派的な着地に～

今週 13～14 日に開催された FOMC は FF 金利の誘導目標を従前の 3.75～4.00%から 4.25～4.50%へ+50bp 引き上げることを決定した。6 月会合以来、4 会合連続で続けられてきた+75bp から引き下げられ、利上げ幅縮小自体も今次利上げ局面では初めて

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2022	2023	2024	2025	Longer run
Jun-21	0.125%	0.625%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-21	0.250%	1.000%	1.750%	n.a.	2.500%
Dec-21	0.875%	1.625%	2.125%	n.a.	2.500%
Mar-22	1.875%	2.625%	2.625%	n.a.	2.250%
Jun-22	3.375%	3.750%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-22	4.375%	4.625%	3.875%	2.875%	2.500%
Dec-22	4.375%	5.125%	4.125%	3.125%	2.500%

(資料)FRB

の動きとなる。インフレ減速に合わせて引き締め局面が新しい段階に入ったと言えるが、メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)では利上げの最終到達点(ターミナルレート)が引き上げられている。2023 年末時点の FF 金利(予想中央値)は前回の 4.625%から 5.125%へ、+50bp 引き上げられている。2024 年に利下げへ転じるというパス自体は引き継がれているが、必然的に 2024 年末時点の金利水準も引き上げられている。ターミナルレートが+50bp 引き上げられていることに関しては事前想定よりややタカ派的と言えそうだが、後述するように、足許から 2023 年にかけてのインフレ率鈍化がメインシナリオとなる中で米金利上昇に応じたドル高の動きは抑制的な反応となっている。

なお、金融市場では 2023 年 10～12 月期から利下げがスタートするという織り込みが続いており、この点が FRB の情報発信との間に溝がある部分である。パウエル FRB 議長が述べるように data dependent で政策運営を仕切るのであれば、後述するように、予想される PCE デフレーターのパークアウトと共に利下げの議論が始まる可能性は確かに否定はできない。「利下げ可能性の有無」は 2023 年の FRB をウォッチする上でテーマの 1 つではあろう。

～2023 年の PCE デフレーターは「コア＞総合」～

依然、パウエル議長は会見においてインフレ率鈍化の兆候を認めつつ、物価の上振れリスクを意識していると説明している。この点、FOMC メンバーによる経済見通し (SEP、表) では個人消費支出 (PCE) デフレーターに関し、2023～25 年見通しはコアベースで「+3.5%→+2.5%→+2.1%」と、前回 (9 月) 対比で 2023 年が

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2022年12月時点

	2022	2023	2024	2025	長期見通し
実質GDP成長率 (9月時点)	0.5 (0.2)	0.5 (1.2)	1.6 (1.7)	1.8 (1.8)	1.8 (1.8)
失業率 (9月時点)	3.7 (3.8)	4.6 (4.4)	4.6 (4.4)	4.5 (4.3)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (9月時点)	5.6 (5.4)	3.1 (2.8)	2.5 (2.3)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (9月時点)	4.8 (4.5)	3.5 (3.1)	2.5 (2.3)	2.1 (2.1)	

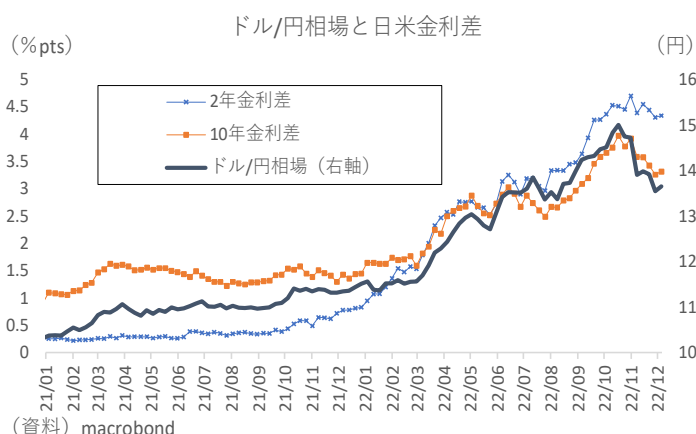
(資料)FRB

+0.4%ポイント、2024 年が+0.2%ポイント引き上げられている。2023 年に関して言えば、コアベースが総合ベースを上回る予測となっており、原油を筆頭とする資源価格の上下動の大きさを感じさせる。2023 年中に今一度、原油が急騰するなどの動きが無い限り、「コア＞総合」という構図は不変なのだろう。だとすると、「パウエル議長がこれをどう説明するのか」というのが 2023 年の FOMC に関する見どころとも言えるが、コアベースが高止まりしている以上、基本姿勢が利上げであることに議論の余地はないはずである。

こうした状況下、「本当に利上げ局面が春に終了するのか」は気になる論点だが、+75bp の利上げが始まったのが今年 6 月だ。利上げの実体経済への影響は半年から 1 年後に顕現化するという経験則を踏まえれば、2023 年 1～3 月期以降は資源価格の下落に合わせて実体経済の減速も PCE デフレーターの下押しに効いてくる。その経路に関してはドットチャートが正しく織り込めているのか疑義は残るだろう。1 月に+50bp、3 月に+25bp 引き上げて FF 金利が 5.00%に到達する頃には、PCE デフレーターも同水準にある可能性は高い。そこまで到達したところでこれまでの累積効果を踏まえ、利上げは停止するという決断はやはりメインシナリオではある。

～ドル/円相場から気になるのは 2 年金利の動向～

以上のようなドットチャートと SEP の仕上がりを合わせ見ると、「ターミナルレートを引き上げたのに、インフレ率が上振れた」という構図になっている。本欄では 2023 年にまつわる円安リスクとして「1～3 月期以降も FRB の利上げが継続するケース」を挙げている。今回の声明文やパウエル議長記者会見、ドットチャート、SEP などを踏まえる限り、その可能性は大きいとは言えないが、完全に払しょくされたとも言えない。例えば 10 年金利ほど



2 年金利は下がっていない。ドル/円相場は 10 年金利差の縮小に応じて円高・ドル安地合いにあるが、2 年金利差は円安・ドル高のピークだった 10 月下旬から殆ど水準が変わっていない。目先の

金融政策動向をより強く反映すると思われる 2 年金利はドットチャートの見通しを信じていないということだろうか。もちろん、流動性が低下する年末の値動きから深読みするのは危険だが、気になる動きではある。仮に 2 年金利の反映する未来が正しくなるのだとすれば、ドル/円相場の下げは行き過ぎだったという可能性もまだ残る。

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

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12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
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～
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～日銀がスク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/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～