

新年明けましておめでとうございます。本年も質・量・スピードの三拍子が揃った情報発信を心掛けて参りたいと思います。何卒宜しく願い致します。 唐鎌大輔

みずほマーケット・トピック(2023年1月4日)

2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい

今年のドル/円相場の見通しに関し、重要な前提は市場で共有されている。それは①FRBの利上げは春で終わること、②日銀のマイナス金利解除はないこと、③資源価格はパンデミック前よりは高いこと、の3つ。『中期為替相場見通し』における基本的なパスである「1～3月期まで円高、4～6月期以降で円安」という展開も①～③が揺るがないことを前提としている。年末年始で見られている円高は②の前提が崩れることへの期待と整理される。例えば①が崩れて春以降もFRBが利上げを持続する場合、そもそも1～3月期の押し目(円高・ドル安)は期待できまい。もしくは②が崩れて4月の新体制発足と同時に日銀の利上げがあれば、円高・ドル安は1～3月期でとどまらず、4～6月期以降も加速するだろう。または③が崩れて(象徴的には原油価格の急落などによって)日本の輸入金額が鉱物性燃料価格主導で減少する場合、円の基礎的需給環境が著しく円買いに傾斜する展開もあり得る。こうした日米金利と日本の需給に関する重要な前提が23年の相場を議論する上での出発点。見通しが分かるとしたら、米金利の顕著な低下、端的には利下げ開始時期をどこに見積もるか。筆者は早くても10～12月期以降と予想。

～2023年の重要な前提～

2022年12月30日、日本経済新聞は今年(1月)の「展望レポート」において日銀が消費者物価指数(生鮮食品を除くコアベース)の前年比上昇率を前回(10月時点)から上方修正する検討に入ったと報じた。ドル/円相場はこの一報を受けて急落、年明け以降も流れを引き継ぎ、130円近傍での取引で始まっている。今年のドル/円相場の見通しについて様々な意見が

2023年の為替市場を展望する上での重要な前提

①FRBの利上げは春で終わる。

②日銀のマイナス金利解除はない。

③資源価格はパンデミック前よりは高い。

(資料) 筆者作成

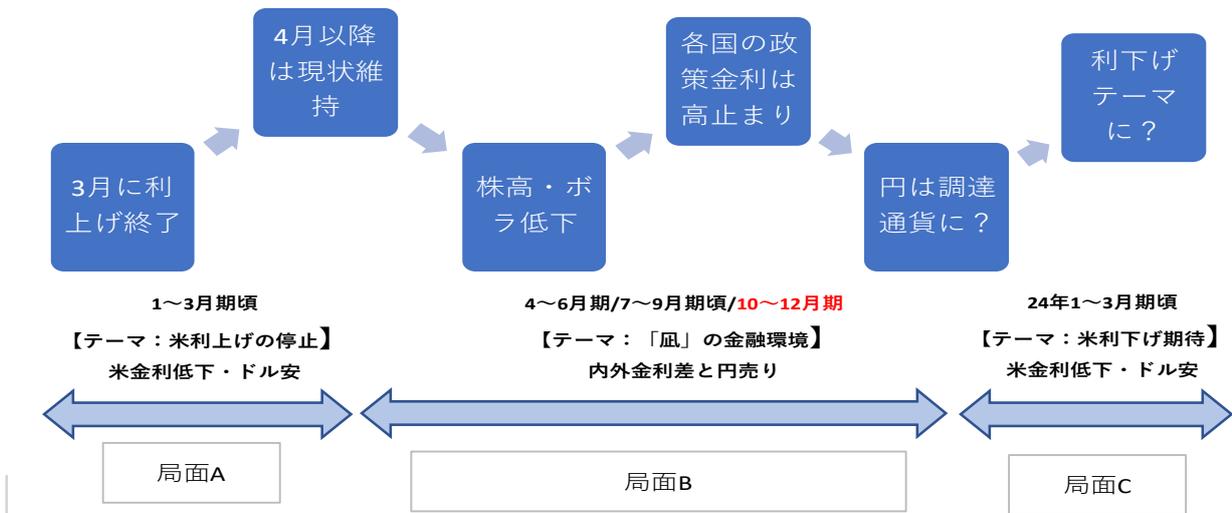
飛び交っているが、基本的に重要な前提は共有されているように思われる。それは①FRBの利上げは春で終わること、②日銀のマイナス金利解除はないこと、③資源価格はパンデミック前よりは高いこと、の3つである(表)。本欄や『中期為替相場見通し』で想定する基本的なパスである「1～3月期まで円高、4～6月期以降で円安」という展開も①～③が揺るがないことを前提としている。年明け以降の円高は②の前提が崩れることへの期待が含まれているのは周知の通りである。

例えば①が崩れて春以降もFRBが利上げを持続する場合、そもそも1～3月期の押し目(円高・ドル安)は期待できまい。もしくは②が崩れて4月の新体制発足と同時に日銀の利上げがあれば、円高・ドル安は1～3月期でとどまらず、4～6月期以降も加速するだろう。または③が崩れて(象徴

的には原油価格の急落などによって)日本の輸入金額が鉱物性燃料価格主導で減少する場合、円の基礎的需給環境が著しく円買いに傾斜する展開(象徴的には貿易黒字への転化)などもあり得る。その場合、後述するように、本欄の想定するようなキャリー取引が起きたとしても、想定ほどは円安・ドル高(140 円以上)にはならないかもしれない。こうした日米金利と日本の需給に関する重要な前提がまず 2023 年の相場を議論する上で共有されるものである。恐らくこれは識者が違っても大きな差はないのではないと思われる。

～2023 年のパス、おさらい～

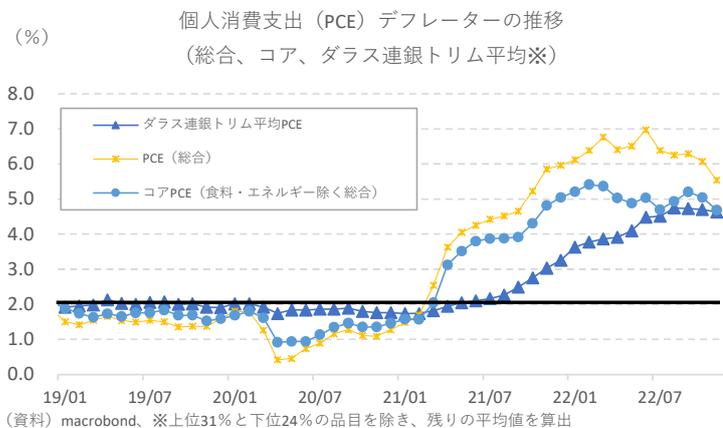
2023年のドル/円相場のイメージ



(資料) 資料作成

こうした重要な前提を抑えた上で、基本的なパスをイメージ図と共におさらいしておく。1～3 月期は FRB の利上げ幅が焦点になるという意味では昨年 10～12 月期と似た環境が予想される。当面のテーマは「利上げ幅がいつ+50bp から+25bp になるか」だが、その後は「+25bp の利上げがいつ停止するか」というテーマへ変わる。金融市場の予想が正しければ、こうした米金利を予想する時間帯は早ければ 3 月、遅くとも 5 月に終わる。ここまでを局面 A と呼ぶとしよう。

この局面 A までの予想は殆どの市場参加者が共有するものであり齟齬が小さいように思えるが、これに続く局面 B については見方が分かれているように思える。現在の金融市場では局面 B に関し「来たるべき米利下げを念頭にドル売りが継続する」と考える向きが支配的と見受けられる。しかし、利上げ停止の直後に利下げが議論されるわけではあるまい。3～



(資料) macrobond、※上位31%と下位24%の品目を除き、残りの平均値を算出

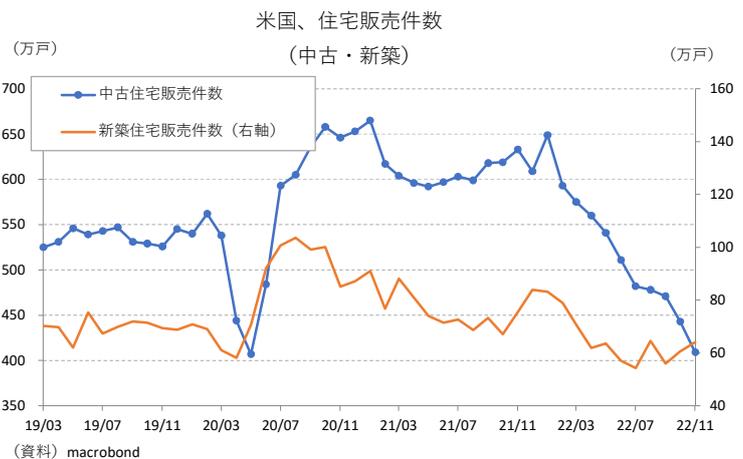
5 月に利上げ停止の判断に至ったとしても、その頃に消費者物価指数 (CPI) や個人消費支出 (PCE) デフレーターがヘッドラインで 2% 台まで下がっているとは思えない。そうした状況で利下げ

の議論が盛り上がることはない。筆者は春～秋にかけて FRB は高止まりする政策金利をもって物価圧力の沈静化をアピールする時間帯が続くと予想している。そうした FRB の政策運営が「風」とも言える状況は市場にボラティリティ低下を促し、株高を招きやすい。

例えば、歴史を振り返っても、政策金利の水準変更が話題にならない時間帯はあった。例えば 2006 年 6 月から 2007 年 9 月にかけての 1 年以上、FF 金利は 5.25% で据え置かれた(利下げに転じたのは言うまでもなくパリバショック、サブプライムショックなどが取りざたされる中での姿勢転換である)。もう少し遡れば 2004 年 6 月以降の利上げも +25bp ずつの緩やかな利上げであり、こうした 2000 年代半ばから 2008 年のリーマン・ショックに至るまでの低インフレかつ市場安定の時代は「great moderation」と呼ばれ、市場参加者のリスク許容度改善を促した。そうした環境下、政策金利に関する内外格差は相応に残り、為替市場では高金利通貨を保持することによる妙味(端的にはキャリー取引)が評価されやすかった。具体的には「円だけゼロ金利」という条件の下、円キャリー取引が最も華やかだったのが 2005～07 年だ。当時の日本経済は円安バブルと称され、象徴的には亀山モデルという名で薄型テレビの生産などが持て囃された時代である。今春以降は「円だけマイナス金利」という条件の下で似たようなことが起きないのか。ちなみに当時の日本は貿易黒字大国だが、今は貿易赤字大国である。調達通貨として円を使うなら、需給面での安心感は今の方がある。

～利上げ効果がフルに乗ってくるのは 10～12 月期以降か～

その後、約半年と言われる利上げ効果発現までのラグがこなされ、資本コストの重さがフルに実体経済へ押し掛かってくるのが 10～12 月期の後半ないし 2024 年 1～3 月期ではないかと予想する。例えば最後の利上げが最短の 3 月と仮定しても、それが実体経済に影響を与えるのは 9 月以降、経済指標上で確認されるのは 10 月以降の話になる。こうした状況は前掲イメージ図における局面 C にまつわる話だが、この明確な時期に関



して正確な予想を形成するのは困難であるため、図中でも赤文字にした。この辺りの時期に関しては幅をもって評価すべきだろう。しかし、現時点で米国の住宅市場は利上げ効果もあって明確に減速している(図)。住宅投資が滞れば、建設関係の雇用や消費・投資のみならず、転居に伴って消費・投資されやすい耐久財・半耐久財の消費などに影響する。米国の名目 GDP に対し住宅投資は 3～5% 程度とさほど大きくないが、その減速は建築資材に限らず、自動車・家電・家具などの消費を下押しすることになる。当面利上げは続くのだから、米住宅市場の減速は続くと考えるのが自然だろう。これが雇用・賃金情勢に波及し、FRB が満足するほどに平均時給などが減速してくれば、いよいよ利下げの必要性も示唆される可能性がある。

これらが懸念される時期としては、早ければ 11 月、順当にいけば 12 月の FOMC までには利下げ可能性が声明文に反映されるだろうか。そうなるとやはり 10 月以降、FRB 高官の情報発信には

警戒したいところである。ドル/円相場の下値を拾いたければ 1～3 月期か 10～12 月期、上値を狙いたければ 4～6 月期、7～9 月期といったところだろうか。もちろん、繰り返しにはなるが、冒頭の①～③の重要な前提に対し、想定外が生じない場合の話ではある。年明け以降の円高は②の前提が崩れることへの期待が含まれており、その真偽が上半期最大の注目点の 1 つだろう。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.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23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
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という三番煎じ～)
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～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
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ハト派化より重要なこと～