

みずほマーケット・トピック(2023 年 1 月 5 日)

FOMC 議事要旨を受けて～23 年利下げへの支持はゼロ～

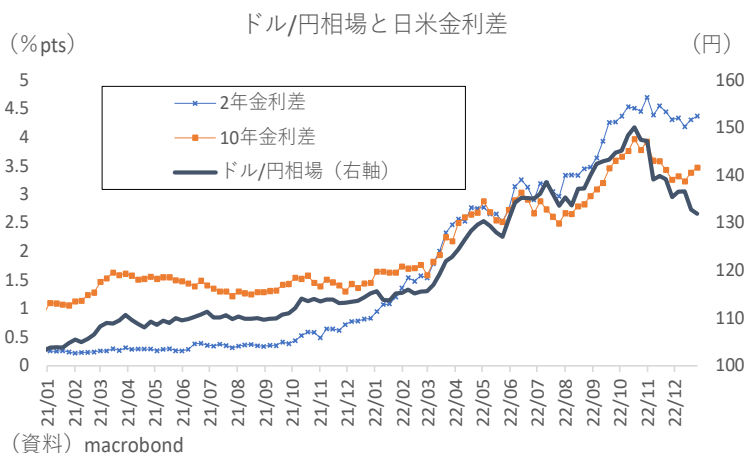
昨日公表された FOMC 議事要旨は本欄で想定するアップサイドリスクに懸念を抱かせる内容だった。総じて、「+75bp→+50bp」の利上げ幅縮小を過大に受け止めるなという強いメッセージが感じられるものであり、春以降の利上げ停止や年内の利下げ開始といった現時点の予想をけん制する内容と見受けられた。とりわけ年内の利下げに関しては支持する参加者が全くいないということも明記されており、年後半の利下げを期待する金融市場と大きな齟齬が見られている。過去の本欄では「利上げ停止の直後に利下げが議論されるわけではない」と繰り返し強調し、春以降、利上げ停止は実現しても、当面は FRB の政策運営が焦点にならない時間帯が生まれることを予想している。その間、金融市場はボラティリティ低下と株高を享受できる可能性がある。そこで売られる通貨は円のような低金利通貨になるはずだ。ここで注意すべきは景気後退の「深さ」をどの程度に見積もるか。「深さ」について懸念が大きくなるほど、利下げ期待と共にドル安(円高)リスクも高まることになる。雇用統計や CPI などに関し、想定外の落ち込みを警戒。

～Pivot を強く退ける議事要旨～

昨日公表された FOMC 議事要旨(12 月 13～14 日開催分)は本欄で想定するアップサイドリスクに懸念を抱かせる内容だった。『中期為替相場見通し』では「春になれば利上げは終わる」という大前提が崩れ、通年で利上げが持続し、ターミナルレートが想定以上に上振れ、円安・ドル高もこれに連れて進むことが 2023 年のアップサイドリスクであるとしてきた。今回の議事要旨では、総じて利上げ幅が+75bp から

+50bp に縮小しても、それ自体がハト派転換を意味するわけではないという点について釘が刺されていた。多くの参加者(a number of participants)が、利上げペースの鈍化は物価安定目標を達成することについての決心が弱まったり、物価が既に安定的な下落軌道(a persistent downward path)に入ったりしていることを意味していないことに関し、はっきりと情報発信(clearly communicate)することが重要だと強調している。事実、11 月以降に政策転換(pivot)が騒がれていることに伴い、長期金利は利下げの思惑を汲み取りながら顕著に低下している。それ自体が金融引き締め効果を弱めることについて FOMC の中で懸念は相当強いと見受けられる。

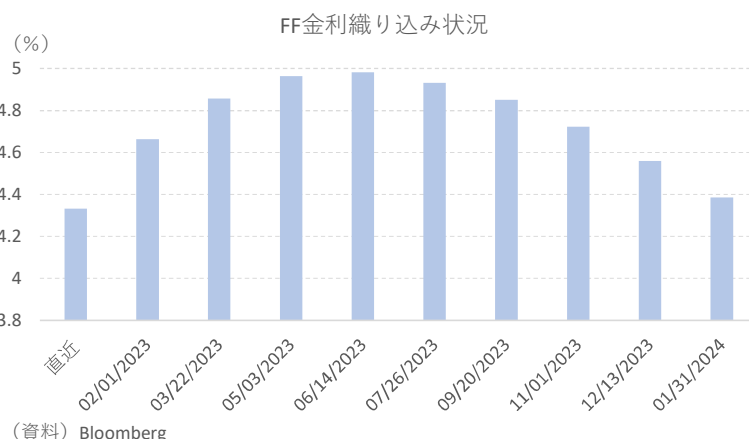
上述の議論以外にも、数名の参加者(several participants)が歴史的な経験に基づけば高インフ



レの下での拙速な金融緩和 (prematurely loosening monetary policy) が危ういものであることについて言及しているし、FRB の政策運営に対する誤認 (a misperception) によって金融環境が不当な緩和 (an unwarranted easing in financial conditions) 状態になるとしたら、物価安定を回復するための努力が複雑なものになるという参加者のコメントも見られている。総じて、今回の議事要旨全体からは「+75bp→+50bp」の利上げ幅縮小を過大に受け止めるなどという強いメッセージが感じられる。

～年内利下げへの支持はゼロ～

以上のような認識を前提とすれば、利下げは果てしなく遠い判断であるようにも感じられるが、実際、議事要旨には「No participants anticipated that it would be appropriate to begin reducing the federal funds rate target in 2023」とあり、誰 1 人として 2023 年中の利下げを予想していない実情が明記されている。もちろん、2021 年 11 月末に「インフレは一時的ではない」と豹変した経緯を踏まえれば、現



時点のこうした判断も絶対視できないが、市場では年後半にかけてははっきりと利下げが織り込まれる状況にあり、ここに大きな齟齬がある。長期金利の行き過ぎた低下が修正されるに伴って、為替市場ではドル高方向への修正が起きており、これが持続性を伴うのかは注目したい。リスクバランスについて言えば、インフレ見通しに対してはアップサイド、景気に対してはダウンサイドであり、会合ごとに (meeting by meeting) 政策を決定するという基本姿勢も概ね (generally) 合意されているため、FOMC 自体が pivot を明言する機会が突然訪れる可能性は依然残されている。

～春以降の円キャリー取引に真実味～

こうした議事要旨の情報を元にする限り、『中期為替相場見通し』で想定している春以降の円キャリー取引の可能性はやはり高い。利下げを支持するメンバーがいらない以上、累積的な影響を加味して利上げを停止しても、政策金利の水準は高いまま据え置かれる。過去の本欄では「利上げ停止の直後に利下げが議論されるわけではない」と繰り返し強調しているが、今回の議事要旨はこうした見方を裏付けているように思えた。具体的には 4～6 月期、7～9 月期と続き、長ければ 10～12 月期の途中まで、FRB の政策運営が焦点にならない時間帯が生まれる可能性がある。その間、金融市場はボラティリティ低下と株高を享受できる可能性がある。

ここで注意すべきは景気後退の「深さ」をどの程度に見積もるかだろう。今週 3 日、ダドリー前 NY 連銀総裁が利上げを主因として米経済が景気後退に陥る公算は大きいとしつつ、それは深刻なものにならないとの見方を示している。恐らくこれが一般的な認識だろう。今後、景気後退の「深さ」について懸念が大きくなるほど、利下げ期待と共にドル安 (円高) リスクも高まるため、「春以降、米国の基礎的経済指標がどの程度悪化するか」が為替 (に限らず金融市場全体の) 見通しにとって重

要になってくる。現状では殆ど予想されていないほどの悪化(例えば雇用統計の前月比減少やCPIの2%台への低下など)が見えてくれば、全期間にわたって米金利が低下し、想定外の円高リスクになりかねないが、現状の雇用・賃金情勢を踏まえる限り、ダドリー前総裁のような想定に乗っておくのが定石と言える。また、FRBの最優先事項はあくまで「安定的に2%の軌道へ乗せること」であり、少々の基礎的経済指標悪化で利下げ判断に至る可能性も低い。春以降、FRBの政策運営が安定化する中で為替市場では円を筆頭とする低金利通貨が敬遠されやすい可能性がある。

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.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
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
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	水際対策完全撤廃の前に論点整理
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	伊メロニニ新政権、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	鎖国政策終了と今後の課題
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～)