

みずほマーケット・トピック(2023 年 1 月 23 日)

日銀タカ派と FRB ハト派の併存は可能なのか？

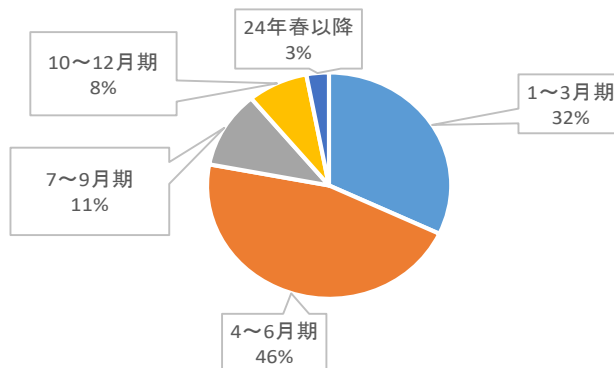
今朝公表された QUICK 社と日経ヴェリタスによる 1 月の「月次調査(外為)」の結果は 23 年の為替見通しを検討する上で参考になる。やはり円高予想が支配的であるものの、だからと言って 110 円割れまで見通す向きが多いわけでもなく 120 円台で切り返すと考えている向きが多いことは興味深い。やはり巨大な貿易赤字の存在などを背景に「元には戻らない」と考えている市場参加者は相応に多そう。また、FRB の政策運営に関しても「春先に利上げを停めても政策金利は年内高止まり」という FOMC 議事要旨の主張に沿った予想が形成されており、「早ければ夏に利下げ」という金利市場の予想と距離感がある。為替市場に限らず 23 年最大のポイントは「利上げの直後に利下げ」という節操のない政策運営があり得るのかどうかだろう。なお、「23 年前半には日銀の正常化で円高が進みやすく、後半には米利下げを巡る思惑でドル安が進みやすい」という想定は直感的に分かりやすいが、その前提はあまりにも不透明感が濃い。

～23 年為替見通し、参加者の相場観～

今朝公表された QUICK 社と日経ヴェリタスによる 1 月の「月次調査(外為)」の結果は 2023 年の為替を中心とする金融市場に対する見方を推し量る上で参考になるものであった。同調査では特別質問において 2023 年の為替・株・金利の見通しなどに加え、日米金融政策の見通しが尋ねられている。注目される円の対ドル相場の予想に関しては中央値で「120～135 円」の 15 円レンジとなっている。これは 2022 年(38 円強)の値幅の半分以下であり、「2023 年の為替市場は穏当な動きに収まる」と考える市場参加者が多そうなのが分かる。2023 年は円高予想が支配的だが、だからと言って 110 円割れまで見通す向きが多いわけでもなく 120 円台で切り返すと考えている向きが多いことは興味深い。やはり巨大な貿易赤字の存在などを背景に「元には戻らない」と考えている市場参加者は相応に多いのかもしれない。

こうしたドル円相場の動きに大きく影響するだろう米 10 年金利に関しては「3.00～4.00%」という 100bp レンジが中心的な見通しとして示されている。米 10 年金利の 3% 割れは年内利下げを積極的に織り込んでいることを意味しそうだが、現状でそこまで期待する向きは多数派ではない。この点、米利上げ停止時期については 2023 年 1～3 月期と 4～6 月期で計 78% に達しているが、利下げ開始時期については計 61% が 2024 年以降と予想する。「春先に

23 年、米利上げの打ち止め時期は？
(23 年 1 月調査)

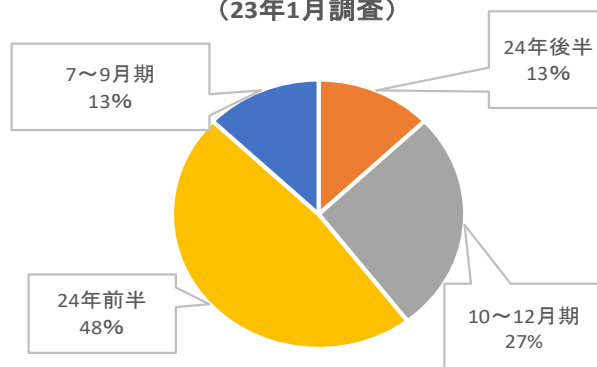


(資料)
QUICK

利上げを停めても政策金利は年内高止まり」というのは FOMC 議事要旨でも主張されている論点であり、これに沿った期待が形成されていると言える。利下げの議論は年末頃に盛り上がるとしても、着手自体は 2024 年に持ち越しと考えるのが今のところ主流であり、だからこそ円高・ドル安リスクも限定されていると考える向きが多いというのが総括になろうか。この点、FF 金利先物の織り込みが「早ければ夏に利下げ」となっていることについてはかなり性急さを感じる。「利上げの直後に利下げ」という節操のない政策運営が本当にあり得るのかどうか。2023 年最大のポイントだろう。

(資料)
QUICK

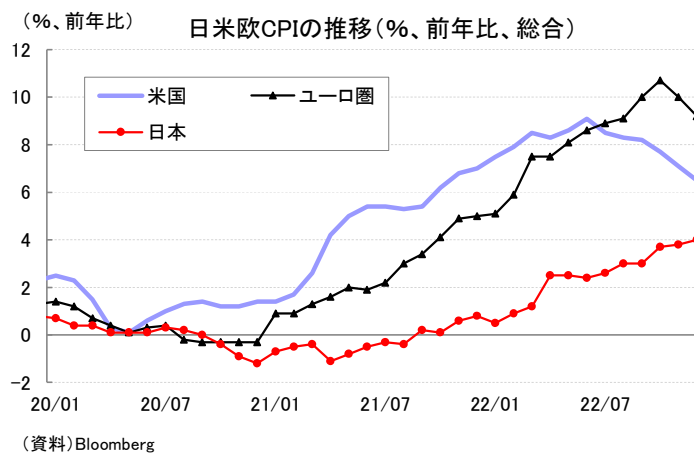
23年、米利下げ時期は？
(23年1月調査)



～日銀タカ派とFRB ハト派の併存は困難～

また、同調査では「外為相場変動要因に関するコメント」も紹介されているが、やはり日銀の新体制移行(≡タカ派姿勢強化)とFRB のタカ派姿勢緩和が重なることで円高が進むとみる向きが目立つ。確かに「2023 年前半には日銀の正常化で円高が進みやすく、後半には米利下げを巡る思惑でドル安が進みやすい」という想定は直感的に分かりやすい。しかし、そうした想定 of 要はあくまで「本当に日銀の正常化が進む」、「米国の利下げが早期検討される」という事実であり、この点については何らはっきりしたことが言えないのが実情である。

そもそも「年後半に米国の利下げが強く期待されている環境で日銀が正常化を進める」という日銀のタカ派姿勢とFRB のハト派姿勢の併存は歴史を振り返れば殆ど前例がない。確かに、足許の消費者物価指数(CPI)に関して言えば、欧米に対して日本が猛追するような恰好になっており、この点を捉えての正常化期待は適切なものと言える。だが、今回の QUICK 調査では日本の CPI に関し、半分近く(46%)の回答者が 2023 年 1～3 月期中



のピークアウトを予想している。現に「展望レポート」でも 2023 年度の CPI は 1.6%まで失速する体裁になっており、インフレ面に照らした正常化プロセスの根拠は時を刻むごとに小さくなる。そうだとすれば、新体制になってからの日銀が正常化を進めるにしても、さほど大きな動きにはならない可能性はある(もっとも、光熱費上昇の影響が想定以上に残る懸念もある)。片や、2023 年の CPI(米国はPCE見通し)に関し、米国は3.1%、ユーロ圏は3.4%で日本の倍程度の伸び率が残る見通しだ。結局、金融政策に関して言えば、2023 年後半が近づくにしながら欧米のタカ派姿勢に対し

て日銀のハト派姿勢という馴染みの構図へ収束する可能性もある。

そもそも筆者は増税路線を主体とする岸田政権の下、日本経済が金利上昇を容認できるとは思っていない。年後半以降は欧米経済の失速も露わになるだろう。日銀の正常化プロセスはあるとしても共同声明の修正に伴う微修正にとどまるのではないか。今回の調査で示されたように、FRB が「利上げの直後に利下げ」という急旋回を検討することがないのだとすれば、利上げ停止後はしばらく現状維持の時間帯が続くことになる。結果、金融市場のボラティリティは抑制され、大きな日米政策金利格差は残ることから低金利通貨が売られ、高金利通貨が買われやすくないだろうか。いずれにせよ日米金融政策の挙動がメインシナリオのパスに決定的な影響を与える年になりそうという点は間違いない。

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
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
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～
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、何を考えているのか?～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?