

みずほマーケット・トピック(2023年2月6日)

IMF 見通し上昇修正と為替見通しの関係について

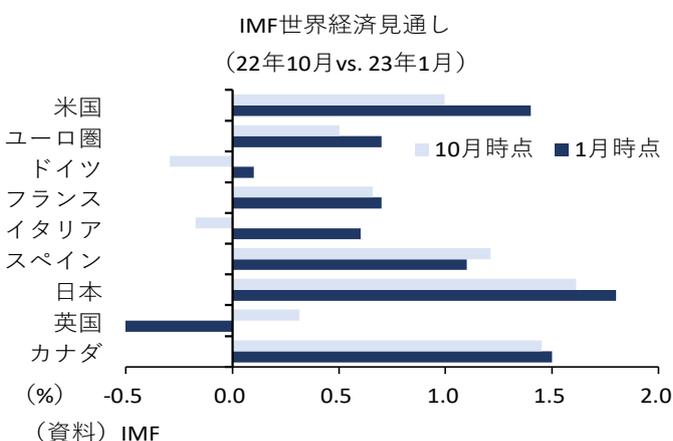
米1月雇用統計は市場予想を遥かに凌駕する強い内容となった。これを受けて市場は再びインフレ懸念を強め、米金利とドルが急騰している。もっとも、FRBは従前からインフレが予断を許さない状況にあることを訴えており、本欄もこの見方に沿って「そう簡単にドル安(円高)になるとは思えない」との立場を取ってきた。今回の急変動はあくまで市場の勝手な希望が覆されたに過ぎないと言える。ドル/円相場が再び130円台に復帰し、定着していることに関しては違和感がない。先週にはIMF世界経済見通し(WEO)が公表されているが、ここでも世界経済の復調が指摘され話題となった。懸案のインフレに関しては総合ベースのピークアウトは鮮明になりつつも、コアベースでの高止まりが問題視される状況は残りそうであり、やはり年内の利下げ対応を期待する市場の思惑はポイントレスと言わざるを得ない。今回のWEO底打ち予測についてはインフレピークアウトを重く見るのか、それとも成長率底打ちを重く見るのかという考え方に分かれそうだが、筆者は後者の立場。世界の中銀のタカ派姿勢は当面継続の公算が大きいとみる。

～違和感のない雇用統計と為替の動き～

先週3日に公表された米1月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+51.7万人と市場予想の中心(同+18.8万人)と比較して3倍近い増勢を示した。失業率も3.5%から3.4%へ低下する一方、注目される平均時給は前年比+4.8%から同+4.4%へ減速しているが、これも市場予想の中心(同+4.3%)よりは強い内容だった。もっとも、FRBは従前からインフレ高進について予断を許さない状況にあると訴え続けており、本欄もこの見方に沿って「そう簡単にドル安(円高)になるとは思えない」と主張し続けてきた。年内利下げ観測はあくまで市場の勝手な希望であり、FRBの情報発信との間に横たわる深い「溝」は相場変動の種になることが必然だった。ようやく早期利下げ観測は大幅に後退しており、ドル/円相場の130円台復帰も必然の帰結と言える。

～葛藤混じりのIMF上方修正～

関連するトピックとして先週1月31日に公表されたIMF世界経済見通し(WEO)が前向きな内容であったことについて、筆者なりの所感を示しておきたい。今回のWEOは「ポジティブサプライズと多くの地域における予想以上の回復力(reflecting positive surprises and greater-than-expected resilience in numerous economies)」を踏まえ、2023年の世界経済の実質GDP成長率



見通しが+2.7%から+2.9%へ+0.2%ポイント引き上げられた。これにより 2022 年 2 月のウクライナ危機勃発以降で続いてきた WEO の下方修正は 3 回(2022 年 4 月・7 月・10 月)で止まり、1 年ぶりの上方修正ということになる。

世界経済全体では中国が+0.8%ポイントも引き上げられて+5.2%になったことの寄与度が大きいと言えるが、先進国に限って言えば、変化が目立つのはドイツと英国だ。暖冬を背景にドイツを筆頭とするユーロ圏の復調が特筆されることは過去の本欄でも論じたが、前頁表に示すようにドイツやイタリアは過去 3 か月間でリセッション予想が覆っている。対照的に英国は昨年 10 月、トラス政権が発足直後に金融市場の反感を買って瓦解するという状況に直面し、拡張財政路線の撤回を強いられた経緯がある。同じ頃のユーロ圏がエネルギー価格の高騰に対して各種抑制策を議論し、その実行を経て現在に至っていることを踏まえれば、その差がはっきりと成長率の格差に出ている。

過去 1 年間、世界経済を苦しめる高インフレに関しては 84%の国が 2022 年よりも 2023 年は減速するとされ、世界経済全体で見ても 2022 年の+8.8%から+6.6%へ顕著に低下する予想が示されている。もっとも、2024 年までの時間軸で見た場合、総合ベースでは 82%、コアベースでは 86%の国々がパンデミック以前よりも高いインフレ率を強いられる状況が続くという指摘もあり、2023 年中にインフレとの戦いが収束するという印象までは至らない。なお、「総合ベースよりもコアベースの騰勢の方が強い」という構図は既にユーロ圏で問題化しており、2 月 2 日の政策理事会でも再三取り上げられた論点であった。エネルギーからエネルギー以外の財・サービスへインフレが波及している恐れを示唆するものとして中央銀行にとってはかなり重い現象ではある。この状況で FRB を筆頭とする中央銀行がハト派転換するとは元より考えにくく、冒頭で言及した米 1 月雇用統計は現実に目覚める良い契機になったのではないかと。インフレとの戦いは 23 年も引き続きテーマである。

WEO の示す「景気の底打ち確認」は世界経済にとって朗報に違いないが、インフレの絶対水準が未だ高い以上、政策当局者からすれば葛藤を覚える事実でもあり、株式を筆頭とするリスク資産価格にとっては基本悪材料と整理するのが妥当に感じられる。

～円相場見直しへの影響は？～

今回の WEO 上方修正を受けて「為替見直しに影響はあるか」という照会も複数頂戴している。結論から言えば、今回の WEO は本欄や『中期為替相場見直し』の基本シナリオを固める材料と考える。インフレがピークアウトし、それゆえにスタグフレーション気味にあった世界経済が復調に向かうという事実は金利・為替市場にとって 2 つのシナリオの可能性を提示する。それは①インフレ抑制のための金融引き締めが不要になるので米金利低下とドル安・円高傾向が加速する、もしくは②堅調な実体経済が再びインフレを引き起こさないように金融引き締めは継続され米金利上昇(少なくとも横ばい)とドル高・円安傾向が加速する、の 2 つだ。つまり、WEO の底打ち予測についてインフレピークアウトを重く見るのか、それとも成長率底打ちを重く見るのか、という考え方の違いである。

筆者は②寄りの立場である。「寄りの」と付けるのは①も部分的には賛成できるからだ。というのも、①で想定するような「金融引き締めが不要」という判断に至る展開は早ければ 3 月、遅くとも 5 月までには起きる。だが、「金融引き締めが不要」は一足飛びに「利下げ」を意味せず「現状維持」を意味するはずだ。5 月までに FF 金利が 5%近傍まで引き上げられたとして、その後「金融引き締めが不要」という判断に移っても、それは金利水準の維持であって引き下げではない。FRB が様子見

姿勢を定着させる中、金融政策の不透明性が後退し、ボラティリティは低下、内外金利差が残ることから円キャリー取引(円安ドル高)が誘発されるというのが筆者の基本認識である。そこまでの意図を含むのであれば①も誤りではない。しかし、①が一足飛びの利下げまで想定するものであった場合、筆者は賛同できない。本稿執筆時点の消費者物価指数(CPI)はピークアウトが鮮明とはいえ、米国で+6%台、ユーロ圏で+8%台と目標の+2%を大幅に超過している。実体経済の仕上がりは想定以上に好調だとすれば、利下げの議論はいよいよ出にくいと考えるべきだろう。

～政策金利水準の「現状維持」は「引き締め」路線と同義～

むしろ、FRB は高止まりするインフレ率を憂慮しながら、政策金利水準の「現状維持」を「引き締め」路線の継続と主張するというのが 2023 年で一番ありそうな展開だろう。その意味で②の方が筆者の認識に近い。利上げ効果が半年～1 年で顕現化するという考え方を踏まえれば、尚の事、2023 年は「2022 年の利上げ効果をウォッチする年」になるというのが筆者の基本認識である。

以上のように、①・②のいずれを辿るにせよ円相場への含意は「FRB が高い政策金利を維持し、円キャリー取引が誘発されやすい」という展開である。もちろん、②のケースには「インフレの芽を完全に摘むために 5 月以降も利上げが続く」という可能性も含まれる(これは年内に 145 円を突破も否定できないアップサイドリスクである)。逆に、FRB の利下げ期待が明確に高まるような状況(例えば雇用統計の前月比マイナスや CPI の 2%割れなど)に至れば想定以上の円高に至る必要があるが、好調な WEO や米 1 月雇用統計を見る限り、それはリスクシナリオの域を出ないと考える。

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2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
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?
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議長総括から何を読むか～
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～とはいえず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