

みずほマーケット・トピック(2023 年 3 月 23 日)

FOMC を終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～

注目された FOMC は+25bp の利上げを決定。FRB にとって最悪の展開は銀行経営不安に配慮して必要な利上げが行われず、インフレ第二波が発生、再度大幅な利上げが必要になるという展開である。現在の米国で最も深刻な問題は牛乳や卵、そして光熱費の価格高騰によって実質所得環境が悪化し続けているという事実であり、FRB がこれに対応するのは政治・経済的に当然の帰結。現状、金融不安が実体経済にもたらす影響の深度は不透明であり、スタッフ見通しもドットチャートもこれを完全に織り込めていない。しかし、金融不安が利上げと同程度の効果を持つことをパウエル議長は認めており、これも勘案すれば利上げは 5 月停止が濃厚な情勢。この点は『中期為替相場見通し』の前提通りであり、従前の円相場予想に大きな影響はなさそう。23 年中の利下げ転換は国際金融不安の更なる深化を前提としたリスクシナリオであり、そうなった場合は 125 円付近までの円高を見込む必要がある。24 年は利下げがテーマになるか。

～米国最大の課題は市井の人々の生活～

注目された FOMC は+25bp の利上げを決定し、FF 金利誘導水準は 4.75～5.00%へ引き上げられた。一部では利上げ停止観測も浮上していたが、従前路線が貫かれた格好である。過去の本欄でも議論したように、中長期的な視点に立った場合、FRB にとって最悪の展開は銀行経営不安に配慮して必要な利上げが行われず、インフレが加速、賃金上昇を伴うインフレ第二波に対し再度大幅な利上げが必要になるという展開である。そうしてインフレの制御が難しいとの機運が充満すれば社会は不安定化しかねない。より具体的に言えば、現在の米国で最も深刻な問題は牛乳や卵、そして光熱費の価格高騰によって実質所得環境が悪化し続けているという事実と考えられる。

もちろん、金融不安に伴いシステミックリスクそれ自体が現実味を帯びるならば利上げ停止(場合により利下げ)も必要となろうが、その緊急性は高くないというのが大方の判断である。これに対し、インフレ高止まりによる実質所得環境の悪化は紛れもない現実であり、政治的にも放置が難しい。杜撰なリスク管理で不安定化する金融機関を救済するよりも、市井の人々の生活に配慮した政策運営が政治・経済的に要求される状況ということだろう。バイデン政権への配慮も無いとは言えまい。

～SEP に金融不安は織り込めず～

もちろん、金融不安に伴うシステミックリスクを放置することは市井の人々の生活にも大きな影響を与える。この点、声明文では最近の混乱が家計・企業にとって与信環境のタイト化をもたらし、経済活動の重しとなる可能性が指摘されている。今次混乱が与信環境のタイト化を通じて雇用・賃金情勢の鈍化を促し、インフレが抑制される期待も抱かれるため、利上げ路線にブレーキがかかる可能性も想起されるところではある。実際、会見においてパウエル FRB 議長は「銀行破綻の影響は利上げと同様な効果を持つ」と述べ、今後の政策金利の軌道に影響する可能性に言及している。

しかし、現時点では「その影響度合いは不透明 (The extent of these effects is uncertain)」と明記されており、結局はインフレリスクを注視し続けるとの結論が示されている。会見でも銀行破綻の影響については不透明感が大きく、実体経済への影響度を予測することが困難であるため、今回改定されたスタッフ見通し(SEP、図)にもその影響が十分反映されていないことが

認められている。今回示された実質 GDP 成長率見通しは、2023～25 年にかけて「+0.4%→+1.2%→+1.9%」と 2023～24 年についてそれぞれ▲0.1%ポイント、▲0.4%ポイントと引き下げられているが、この予測値についてアップサイド・ダウンサイドのいずれが大きいのかは今のところ「分からない」というのが FRB の結論である。なお、スタッフ見通しにおける個人消費支出(PCE)デフレーターはコアベースで「+3.6%→+2.6%→+2.1%」となり、2023～24 年についてそれぞれ+0.1%ポイントずつ上方修正されている。今後 2 年にわたって基調的なインフレ率が+2%を優に超えてくる以上、インフレリスクを重く見るべきというのがデータに基づいた政策運営ということになるのだろう。

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2023年3月時点

	2023	2024	2025	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	0.4 (0.5)	1.2 (1.6)	1.9 (1.8)	1.8 (1.8)
失業率 (12月時点)	4.5 (4.6)	4.6 (4.6)	4.6 (4.5)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (12月時点)	3.3 (3.1)	2.5 (2.5)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	3.6 (3.5)	2.6 (2.5)	2.1 (2.1)	

(資料)FRB

～利上げは5月停止か～

為替市場の観点からは当然、政策金利の軌道、特に年内利下げの有無が注目される。この点、声明文における政策金利のガイダンスは「利上げの継続が適切 (ongoing increases in the target range will be

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2023	2024	2025	Longer run
Sep-21	1.000%	1.750%	n.a.	2.500%
Dec-21	1.625%	2.125%	n.a.	2.500%
Mar-22	2.625%	2.625%	n.a.	2.250%
Jun-22	3.750%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-22	4.625%	3.875%	2.875%	2.500%
Dec-22	5.125%	4.125%	3.125%	2.500%
Mar-23	5.125%	4.250%	3.125%	2.500%

(資料)FRB

appropriate)」との表現から「幾分かの利上げが恐らく必要となる (some additional policy firming may be appropriate)」へと修正されており、必要とされる利上げの度合いが小さくなっている状況が窺える。本欄や『中期為替相場見通し』では「早ければ3月。遅くとも5月で利上げは停止」を前提としていたが、概ねそのような政策運営に着地しそうである。今回改訂されたメンバーの政策金利見通し(ドットチャート)もこうした声明文と整合的であり、2023 年末の FF 金利(予想中央値)は 5.125%と+25bp の利上げ 1 回分が示唆されている(図)。

しかし、利上げ停止から年内利下げまで想定するのは行き過ぎだろう。年内の利下げ転換は引き続きリスクシナリオの範疇と考えたい。既に FF 金利先物市場では年後半の利下げ開始が織り込まれているが、パウエル議長は「そうした(年内利下げ)予測は FOMC 内では共有されていない」と強調している。「市場が早期利下げを期待する一方、FOMC がこれを一蹴する」という構図は昨年から見られている光景だが、やはりコア PCE デフレーターが通年で+3%を超えると予測される以上、利下げをメインシナリオに据えて資産価格の予想を行うのは危うい。ドル/円相場の先行きを考える観点からは、ドットチャートが示す通り 5%台まで引き上げられた FF 金利が当面据え置かれ、内外

金利差の面から 2023 年中は円売りが優勢になりやすいというのが筆者の基本認識でもある。年内利下げというリスクシナリオが現実化する場合があるとすれば、やはり国際金融不安の更なる深化まで見込んだケースであろう。その場合は早期利下げ転換と共に 125 円付近までの円高・ドル安を想定しておきたい(積み重なる貿易赤字の規模を踏まえれば、この程度までの円高が限界というのが現時点の予想である)。

なお、今回のドットチャートでは 2024 年末の政策金利が 4.25%と前回の 4.125%から引き上げられているが、2024 年は利下げのペースが主要テーマになりそうな雰囲気はある。本当にそうした展開をメインシナリオに据えていいのかどうか。利上げ停止(恐らくは 5 月)以降の FRB の情報発信を踏まえながら、検討すべき事項である。

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.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3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～ 週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分) 先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見直しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(資金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は資金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分) 日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
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
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