

みずほマーケット・トピック(2023年5月8日)

FOMC を終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～

東京市場の連休中、海外市場は大きく動いた。FOMC で利上げ停止が示唆されたことを受け、ドル/円相場は年初来高値となる 138 円付近から一時 134 円割れまで急落。こうした「円安・ドル高が金融不安を受けて反落(円高・ドル安)を強いられる」という展開は 2 月下旬から 3 月上旬にかけて直面した光景と全く同じ。しかし、第二次リーマンショックのような事態に至らないという理解が広まれば再び円安に戻るだろう。利上げ停止と利下げ開始は同義ではなく、日米金利差の顕著な縮小は見込めない。とすれば、需給環境が大崩れしている円が積極的に買われる理由は無い。米金利低下に伴う急激な円高はドル/円相場の押し目。そもそも「3 月 or 5 月利上げ停止」は昨年からの為替市場のメインシナリオだった。その前提に基づき多くの市場参加者は「年初に円安をつけた後、徐々に円高になる」という軌道を予想していたはず。だが、そうはなっていない。結局、米金利が円相場に与える影響に関して過大評価され過ぎていたことが、こうした偏った円高予想の背景にあったのではないか。年内利下げ転換ならば 10～12 月期に 120～125 円を主戦場とする取引に移行することはあり得るが、そうでなければ 125～130 円程度を予想。

～米金利低下に伴う円高は押し目～

東京市場の連休中、海外市場は大きく動いた。5 月 2～3 日の FOMC は +25bp の利上げを決定したものの、従前の利上げに伴う累積効果に加え、相次ぐ国内地方銀行の破綻を受けた与信環境の引き締めなども意識され、声明文において利上げ停止が示唆されるに至っている。具体的に声明文では追加利上げを示唆していた「追加の政策措置が適切」との表現が削除され、「追加策がどの程度必要か決定する際には、これまでの金融引き締めの累積的な効果や経済や物価に時間差で与える影響を考慮する」と利上げ打ち止めを示唆する表現が挿入されている。「累積的な効果」が謳われている以上、利上げの終着点は間違いなく近いと考えるべきだろう。

市場はさらにその先にある利下げ可能性まで織り込み始めており、ドル/円相場は年初来高値となる 138 円付近から一時 134 円割れまで急落している。こうした「年初来高値にある円安・ドル高が金融不安を受けて反落(円高・ドル安)を強いられる」という展開は 2 月下旬から 3 月上旬にかけて直面した光景と全く同じだ。金融不安が与信環境の引き締まりを促し、結果として利上げの必要性が小さくなり、米金利低下とドル安に直結するという展開は論理的ではある。だが、金融不安が第二次リーマンショックのような事態に至らないという理解が広まれば再び円安になるのだろう。実際、米 4 月雇用統計が強い内容であったことから 135 円付近まで大きく値を戻して、連休明けの東京時間を迎えている。後述するように利上げ停止と利下げ開始は同義ではなく、日米金利差の顕著な縮小は見込めない。とすれば、需給環境が大崩れしている円が積極的に買われる理由は無い。筆者は米金利低下に伴う急激な円高はドル/円相場の押し目として割り切っている。

～そもそも5月利上げ停止は市場の期待通り～

そもそも「3月 or 5月利上げ停止」は昨年からの為替市場のメインシナリオだった。その前提に基づいて多くの市場参加者は「年初に円安をつけた後、徐々に円高になる」という軌道を予想していたはずだ。右図は昨年末に刊行された週刊ダイヤモンド誌『総予測 2023 (週刊ダイヤモンド 2022年12/24・31 合併号)』に掲載された各社アナリストによる2023年のドル/円相場場の予測軌道である。少なくともここ



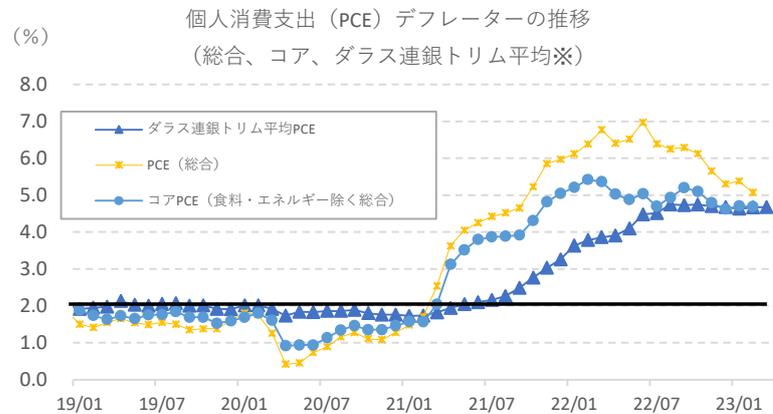
(資料) 週刊ダイヤモンド誌『総予測 2023 (週刊ダイヤモンド 2022年12/24・31 合併号)』

に掲載されているアナリストに関して言えば筆者以外が全員、「年初に円安をつけた後、徐々に円高になる」という軌道を予想し、筆者だけが「年初は円高が進み、その後円安に戻る」という軌道を予想していた。5月初頭の本稿執筆時点までの軌道に限って言えば、後者の予想の方が実態に近かったと言える(ドル/円相場の年初来安値127.22円は1月に記録)。こうした偏った予想形成がなされる背景には、ひとえにFRBの金融政策、一言で言えば米金利が円相場に与える影響に関して過大評価され過ぎているという事実があると筆者は考えている。

もちろん、まだ1年の3分の1が終わっただけだ。ここからFRBが年内利下げに急旋回し、大勢の予想通り円高に振れてくる可能性はある。金融システムの安定に関し、ここまでFRBの言っていることがアテにならない状況が続いている以上、その可能性は否めない。だが、昨年末時点で金融不安とこれに伴う利下げの可能性まで念頭に置いていた市場参加者は皆無に近いだろう。よって、ここから先の円高予想が報われてもそれは「単なる偶然」である。パウエルFRB議長は会見で今次金融不安を取り上げて「1回分以上の利上げに相当する」と述べているが、そこまで事前に織り込んだうえで「5月利上げ停止」と読んでいた向きが多いとは思えない。

～年内のメインシナリオは「政策金利高止まりで据え置き～」

筆者はあくまで「本邦の需給構造変化を映じた円安」を予想の主軸としており、米金利動向はドル/円相場場の水準感には影響しても方向感には影響しないという立場だ。そのため、現在起きている(そしてこれから起きるであろう)FRBの姿勢変化が円安相場を完全に断ち切り、円高相場を促すとまでは考えていない。なお、円高予想が実現するための鍵となるFRBの早



(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

期利下げ転換の可能性は今のところ高くない。確かに、パウエル議長は過去 1 年の大幅利上げの影響についてやや反省の弁を見せている。だが、年内の利下げ観測については「適切ではない」と一蹴している。依然として米国の雇用・賃金情勢が逼迫している以上、この回答は必然である。事実として、総合ベースの計数がピークアウトしてもコアベースでは失速が確認されておらず(前頁図)、「賃金主導のインフレ高進」という最も避けるべき展開に至っている可能性は否めない。

昨年来の本欄、そして FOMC 議事要旨でも再三示唆されてきた通り、これからの FRB がやることは「政策金利高止まりで据え置き」だろう。据え置きとなれば、政策の予見可能性も高まり、市場のボラティリティは低下する。為替市場においては「十分な金利差」と「低いボラティリティ」が併存することになる。それは「低金利通貨を売って、高金利通貨を買う」というキャリー取引戦略が奏功するための必要条件でもある。ドル/円相場を予想するという立場からは、年内利下げ転換ならば 10~12 月期に 120~125 円を主戦場とする取引に移行することはあり得ると考えるが、そうでなければ 125~130 円の取引が関の山ではないかと予想する。いずれにせよパンデミック前のレンジ(105~115 円)の世界に戻るには需給環境があまりにも崩れ過ぎているというのが筆者の基本認識である。

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5月2日 | 円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～ |
| 2023年5月1日 | 植田体制初会合のレビューと円相場への影響 |
| 2023年4月28日 | 週末版 |
| 2023年4月26日 | ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理 |
| 2023年4月25日 | 日銀、初会合レビュー～YCC撤廃確率は40%～ |
| 2023年4月24日 | ECB政策理事会議事要旨と5月会合レビュー |
| 2023年4月21日 | 週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～) |
| 2023年4月20日 | 本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～ |
| 2023年4月18日 | EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～ |
| 2023年4月17日 | GFSRも重要性を訴える地経学的な思考 |
| | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分) |
| 2023年4月14日 | 週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見直しへの影響はあるか?～) |
| 2023年4月12日 | 変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization) |
| 2023年4月11日 | 植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意 |
| 2023年4月10日 | 第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～ |
| 2023年4月7日 | 週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～初戦は様子見を予想～) |
| 2023年4月6日 | 次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～ |
| 2023年4月4日 | 日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～ |
| 2023年4月3日 | ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方 |
| 2023年3月31日 | 週末版 |
| 2023年3月30日 | 第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～ |
| 2023年3月28日 | ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢 |
| 2023年3月24日 | 週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～) |
| 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～ |
| 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(賃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賃金に～) |
| 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見直し上昇修正と為替見直しの関係について |
| 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/円見直しに影響なし～ |
| 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～ |