

みずほマーケット・トピック(2023 年 6 月 15 日)

FOMC を終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～

6 月 FOMC は 11 会合ぶりの現状維持を決定。ドットチャートでは 23～25 年の各年末における政策金利の見通しが「5.6%→4.6%→3.4%」となり、前回対比で+0.5%ポイント、+0.3%ポイント、+0.3%ポイント引き上げられた。23 年末に関し現状より低い水準を予想するメンバーはゼロ。改めて年内利下げ期待は市場の先走りであった印象。ドル/円相場見通しの観点から重要なことは「年内利下げを前提にした円高見通し」が一段と厳しくなったという事実。本当にあと 2 回の利上げが可能かどうかは別としても、昨年来、多くの市場参加者は FRB の利下げ転換とこれに応じた円高相場の始まりを予想していた。だが、年央に差し掛かってインフレ基調の見通しが上方修正される状況であり、年内利下げやこれに付随する円高はやはり困難に思える。「利上げが止まっても 140 円台」という事実を前に円相場の構造的な変化を改めて認識すべき。米金利見通しだけからドル/円相場の方向感や水準を議論する時代は変わりつつある。

～FRB は「タカ派的な現状維持(hawkish hold)」～

13～14 日に開催された FOMC は FF 金利誘導水準を 5.00～5.25%と据え置くことを決定した。2022 年 3 月の利上げ開始以来、11 会合ぶりの現状維持である。注目されたメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)における 2023 年末の水準は 5.6%と年内 2 回の利上げが示唆されており、あくまで利上げは「中断」であって「終了」ではないという建付けである。だが、会合後の市中金利は 10 年だけではなく 2 年も低下しており、利上げ再開はなく、「終了」を見込む向きの方が強い印象を受ける。依然として金融市場と FRB の認識相違は修正されていない印象を受ける。

ドットチャートをより具体的に見ると 2023～25 年の各年末における政策金利の見通し(中央値)は「5.6%→4.6%→3.4%」となっており、前回(3 月)対比で +0.5%ポイント、+0.3%ポイント、+0.3%ポイント引き上げられている。なお、2023 年末に関し、現状より低い水準を予想するメンバーはゼロであり、改めて年内利

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2023	2024	2025	Longer run
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%
Jun-23	5.625%	4.625%	3.375%	2.500%

(資料)FRB

下げ期待が市場の先走りであることを確認したと言える(図)。パウエル FRB 議長は政策金利が最高到達点に接近した今、政策金利の引き上げペースよりも水準の方が重要になったとの認識を示している。5%超えの政策金利を維持することで引き締め効果を探るという局面に入ったと考えられ、「タカ派的な現状維持(hawkish hold)」の姿勢が年後半のメインシナリオになると思われる。これは本欄や『中期為替相場見通し』において昨年来、想定してきた展開である。

～年内利下げと共に円高見通しも窮地～

ドル/円相場見通しの観点から

重要なことは「年内利下げを前提にした円高見通し」が一段と厳しくなったという事実である。本当に年内あと 2 回の利上げが可能かどうかは別としても、昨年来、多くの市場参加者が執拗に期待してきた年内利下げは風前の灯火である。改定されたスタッフ経済見通し(SEP)におけるコア個人消費

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2023年6月時点

	2023	2024	2025	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	1.0 (0.4)	1.1 (1.2)	1.8 (1.9)	1.8 (1.8)
失業率 (3月時点)	4.1 (4.5)	4.5 (4.6)	4.5 (4.6)	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (3月時点)	3.2 (3.3)	2.5 (2.5)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	3.9 (3.6)	2.6 (2.6)	2.2 (2.1)	

(資料)FRB

支出(PCE)デフレーターの見通しは「+3.9%→+2.6%→+2.2%」と、2023 年が前回(3 月)対比で +0.3%ポイントも上方修正され、2025 年も+0.1%ポイント上方修正されている(図)。会見でもコア PCE 見通しの上方修正を質す記者が複数現れており、パウエル議長は賃金上昇ペースの減速を通じたインフレ圧力の緩和には時間を要すると述べた。年央に差し掛かっても雇用・賃金環境の逼迫を理由としてインフレ基調の見通しが上方修正される状況下、年内利下げは絶望的に可能性が低くなったと言わざるを得ない。これに依存していた円高見通しも窮地と言える。今後、利下げ期待が浮上するとすれば、3 月のような金融不安の再燃くらいしか思い当たらないが、金融危機をメインシナリオに資産価格見通しを検討するわけにはいくまい。仮に 2023 年中に利下げが行われたとしても、それは危機対応の一環であり、当初の円高見通しで想定されていたものではないだろう。

なお、仮に利下げが行われたとしても、一部で期待されていた 120 円台前半や 110 円台といった展開が可能かどうかは疑義がある。11 会合ぶりの利上げ停止が決定された直後もドル/円相場は 140 円付近で推移している。そもそも「早ければ 3 月、遅くとも 5 月に FRB は利上げを停止する」というのは年初から市場で指摘されていたメインシナリオ通りであり、サプライズとは言えない。利上げが停まっても円高・ドル安が実現しない背景には本邦の貿易赤字拡大、直接投資拡大による円転需要の縮小、デジタル赤字を筆頭とする新しい外貨流出の存在など、日本が直面する構造変化が存在があるというのが従前からの筆者の主張である。

2022 年 3 月に円安局面が始まった時、そうした構造円安論に言及すると「極論過ぎる」という批判が多かったが、客観的に見て円高に振れにくくなっているのは間違いない。「利上げが止まっても 140 円台」という展開は殆どの市場参加者が予見していなかった未来のはずだ。その理由が構造的変化でなければ何なのだろうか。米金利見通しだけからドル/円相場の方向感や水準を議論する時代は変わりつつあるというのが引き続き筆者の基本的な立場である。

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/egson.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egson_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遙か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがらる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～イベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
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～
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、初会合プレビュー～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月会合プレビュー
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～円安見通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プレビュー～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～深刻と極まる人手不足～
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/円相場見通しへの影響
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