

みずほマーケット・トピック(2023 年 7 月 27 日)

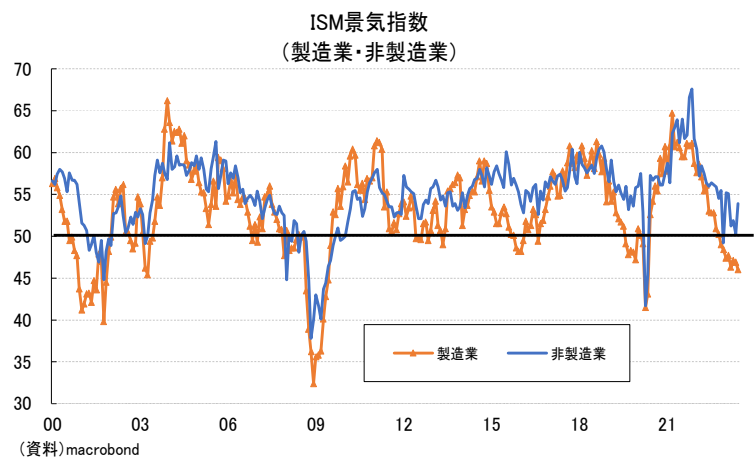
FOMC(7 月 25～26 日)を終えて～現状維持に備え～

FOMC は市場予想通り、FF 金利誘導目標を+25bp 引き上げ、5.25～5.50%とすることを決定。政策金利は 01 年の IT バブル崩壊(と同時多発テロ)時と比較される水準に。声明文では「The Committee remains highly attentive to inflation risks」との文言が引き続き残されており、利上げ路線は緩まりつつも続行の印象。昨年来の金融市場は「利上げ停止→利下げ」という極端な展開を元に資産価格の予想を形成してきたが、実際は利下げに至る前に「①連続的な利上げ→②断続的な利上げ→③利上げ停止」というステップが存在し、現在は①から②に移行し、③の宣言を待つ状況。来年大統領選挙を控える中、FRB が早々に③へ至る理由はない。ドル/円相場の予想に際し、内外金利差と円相場というテーマは昨年大きな注目を浴びた。しかし、現状維持が主体となり、政策の予見可能性が増すことでボラティリティが低下する今年の方が円キャリー取引が奏功しやすくなるという意味で注目。引き続き筆者は FRB の金融政策を理由に円高シナリオを謳う必要性は感じていない。潮目が変わるには金融不安など不測の事態が必要。

～IT バブル以来の高金利～

注目された FOMC は市場予想通り、FF 金利誘導目標を+25bp 引き上げ、5.25～5.50%とすることを決定した。政策金利としては 2001 年 3 月以来の高水準であり、それは即ち IT バブル崩壊(と同時多発テロ)を契機とする大幅な景気後退以来の水準でもある。政策金利水準だけを踏まえれば、もはや「なぜ景気は後退しないのか」という状況が仕上がりつつあるものの、パウエル FRB 議長は「FRB の

スタッフはもはや景気後退を予測していない」と遂に景気後退シナリオを公式に放棄するに至っている。例えば ISM 製造業景気指数の弱さはかなりはっきり景気後退の必然性を示唆する一方、ISM 非製造業景気指数の底堅さはインフレの粘着性を示唆する状況にある(図)。事実として雇用統計で確認される賃金情勢は強く、それゆえに声明文では「The Committee remains highly attentive to inflation risks」との文言を残さざるを得ないのが FRB の置かれた状況である。



～連続的利上げ→断続的利上げ→利上げ停止というステップ～

今回そうであったように、利上げ路線については断続的に小休止を挟みながら、ターミナルレー

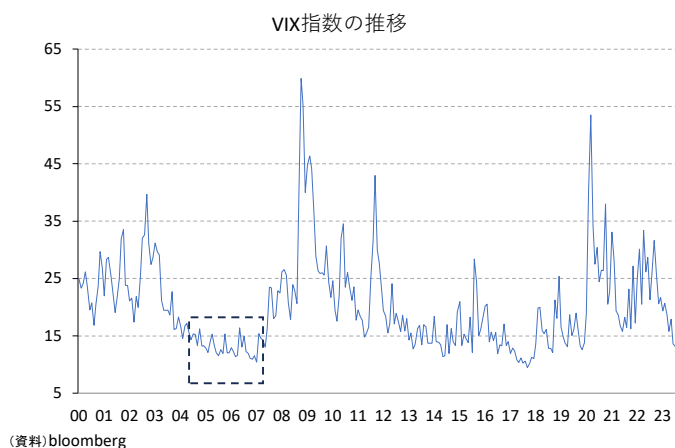
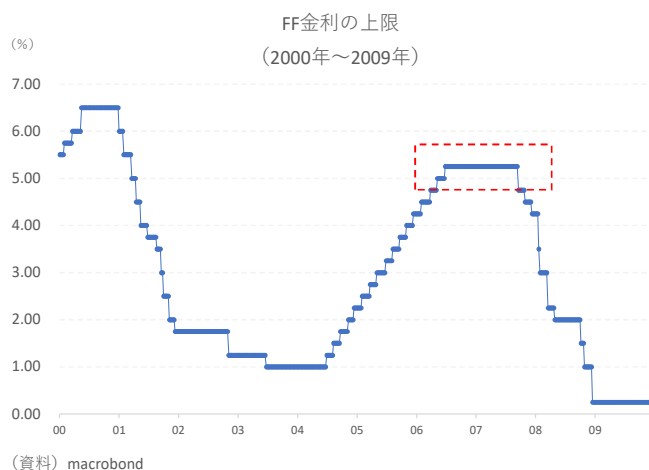
トが少しずつ引き上げられていく展開が予見される。従前より指摘されてきた「higher for longer」そのものであり、これは金融市場のボラティリティ低下とリスク許容度の改善、為替市場では素直に金利差を反映したキャリー取引が流行りやすくなるだろう。今回、パウエル議長もはっきりとその方針を示しており、会見の中で「(利上げ)ペースを緩めるということは、目的地に近づくにつれ、(利上げ)決定サイクルを緩めるということだ。3回のうち2回(の利上げ)となる可能性もありうる。自動的に2回に1回というわけではない」と述べている。この言いぶりであれば「利上げは2回に1回もあり得るし、連続もあり得るし、2回見送りもあり得る」ということになり、市場に尻尾を掴まれることは無い。公式には景気後退が否定されている以上、当面は利上げ停止を判断するより、断続的に利上げを判断する蓋然性の方が大きくなりそうではある。

このように考えると、昨年来の金融市場は「利上げ停止→利下げ」という極端な展開を元に資産価格の予想を形成してきたが、実際は利下げに至る前に「①連続的な利上げ→②断続的な利上げ→③利上げ停止」というステップが存在し、現在は①から②に移行し、③の宣言を待つ状況と整理できる。来年大統領選挙を控える中、FRBが早々に③へ至る理由はなく、そうなるためには金融不安のような不測の事態が必要になるだろう。

～現状維持が1年以上続く展開もあり得る～

いずれにせよ、昨年末や今年初めに多くの市場参加者が期待した「2023 年中の利下げ」の可能性はほぼ消えた。同時に「2023 年中の円高反転」というシナリオもほぼ潰えたと筆者は考えている。FRBの「次の一手」は「断続的な利上げ」もしくは「現状維持」であり、インフレに甘い情報発信は政治的にも控えられるだろう。総じて「タカ派的な現状維持(hawkish hold)」が2023～24 年中頃までの基本シナリオであり、ムード次第で利上げもまぶしていく状況と言える。なお、連続的な

利上げの末、現状維持を1年以上続け、様子見に徹するという局面は過去にも類例があった。例えば2004年6月から2006年6月までの2年間でFRBがFF金利の上限を1.00%から5.25%まで+425bpの利上げし、その後2007年9月までの1年3か月間、現状維持を決め込んだ(図・上)。サブプライムショックに起因する金融不安が取りざたされなければ、現状維持の期間はもっと伸びた可能性はあるし、これに合わせて同時期に流行っていた円キャリー取引も持続しただろう。



ドル/円相場の予想に際し、為替市場の参加者が好む内外金利差と円相場というテーマは昨年大きな注目を浴びたが、むしろ、現状維持が主体となり、政策の予見可能性が増すことでボラティリティ(前項図・下)が低下する今年の方が円キャリー取引が奏功しやすくなるという意味で注目すべきではないかと考えたい。上述したように、こうした局面が終わるとすれば利上げ停止や利下げ転換を高らかに宣言するような環境が必要になるが、そうした状況に至るにはシステミックな金融不安が必要になってくるだろう。だが、現時点でそれをメインシナリオに予想するほどの確固たる材料があるわけではなく、引き続き本欄では FRB の金融政策を理由に円高シナリオを謳う必要性は感じていない。

金融市場部
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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
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～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
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～遥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～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リゼーション(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～