

みずほマーケット・トピック(2023 年 9 月 21 日)

FOMC を終えて～「2024 年こそ利下げの年」という危うさ～

9 月 FOMC は現状維持を決定。FRB スタッフ見通しでは実質 GDP 成長率見通しに関し、23 年の大幅引き上げが特筆された。ロンガーランの成長率が据え置かれていることから、米国経済の需給ギャップはタイト化したことになる。この点、現状維持に違和感を指摘する記者も現れた。「本当に利上げしなくて良かったのか」という思いは確かに理解できる。ドットチャートは 24 年末の引き上げがタカ派的に解釈されているが、予想中央値の幅は 4.6%から 5.1%まで散っており、2～3 回程度の利下げ予想に厚みがある構図である。総じて「利下げがあるとしても最速で 6 月以降」程度の認識を持てば良く、それ自体は市場予想と大きく乖離しないだろう。議長会見を見る限り、米国経済堅調の理由がどこにあるのかは FRB 自身も良く分かっていない。22 年末から 23 年初頭にかけて為替市場では「23 年は利下げの年」という前提で円高見通し一色だった。当の FRB が米国経済堅調の理由を上手く説明できない状況で再び「24 年こそ利下げの年」という決めつけは危ういと言わざるを得ない。円安ピークアウトは 24 年中盤までは待ちたいところ。

～「本当に利上げしなくて良かったのか」という疑念～

今週 19～20 日に開催された FOMC は市場予想通り、FF 金利の誘導目標を 5.25～5.50%で据え置いた。据え置きは 6 月会合以来、2 会合ぶりで、停止判断こそ下されていないものの、今次利上げ局面が踊り場に差し掛かっているのは確かと言える。改定された FRB スタッフ見通し(下図)では実質 GDP 成長率の見通しに関し、2023～25 年が「+2.1%→+1.5%→+1.8%」となり、前回(6 月分)対比で 2023 年が+1.1%ポイント、2024 年が+0.4%ポイント、2025 年が横ばいとなった。3 か月間でこれほど成長率が上振れることは稀である。にもかかわらず、ロンガーランの成長率が+1.8%で変わっていないため、米国経済の需給ギャップに照らせば、相当逼迫した状況(需要>供給)になったと読める。この点、会見では「成長率の大幅引き上げと利上げ見送りは矛盾している」という点を質す記者も現れたが、インフレ見通しは殆ど動いていないため矛盾していないというのがパウエル FRB 議長の主張であった。具体的にインフレ見通しを見ると、個人消費支出(PCE)は 2023～25 年にかけて「+3.3%→+2.5%→+2.2%」となり、前回対比 2023 年および 2025 年が+0.1%ポイント上方修正、2024 年が据え置き、コアベースでも「+3.7%→+2.6%→+2.3%」となり前回対比で 2023 年は▲0.2%ポイント下方修正され、2025 年が+0.1%ポイント上方修正、2024 年は横ばいである。

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2023年9月時点

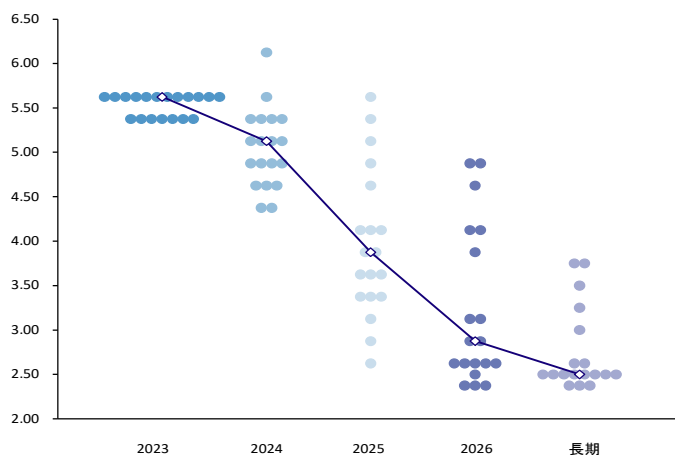
	2023	2024	2025	2026	長期見通し
実質GDP成長率 (6月時点)	2.1 (1.0)	1.5 (1.1)	1.8 (1.8)	1.8	1.8 (1.8)
失業率 (6月時点)	3.8 (4.1)	4.1 (4.5)	4.1 (4.5)	4.0	4.0 (4.0)
PCEインフレ率 (6月時点)	3.3 (3.2)	2.5 (2.5)	2.2 (2.1)	2.0	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (6月時点)	3.7 (3.9)	2.6 (2.6)	2.3 (2.2)	2.0	

(資料)FRB

インフレ加速が見られず、手前のコア PCE デフレーターが下がっている中で現状維持を決めたというのは一定の理がある。だが、それにしても成長率の上振れ幅は大きいため、「本当に利上げしなくて良かったのか」という記者の思いも理解できる。筆者もどちらかと言えば、その印象を受ける。

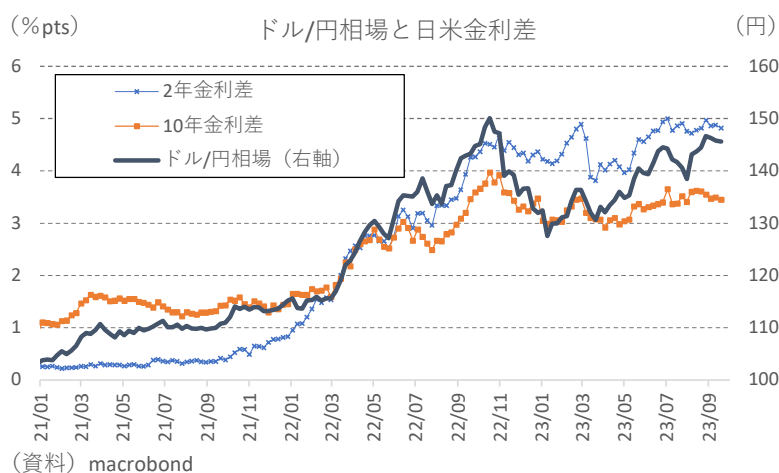
～「利下げがあるとしても最速で6月以降」～

注目された政策メンバーの金利見通し(ドットチャート、図)については年末中央値に関し、2023 年末についてあと 1 回(+25bp)の利上げを見込むメンバーが大勢(19 名中 12 名)であることは重要な情報としても、2024 年末の中央値が 4.6%から 5.1%に引き上げられたことをタカ派的と騒ぐのは適切ではない。ドットチャートを一瞥すれば分かるように、2024 年末に関する予想中央値の幅は 4.6%から 5.1%まで散っており、2～3 回程度の利下げ予想に厚みがある構図はそれほど市場予想と乖離したものではあるまい。敢えて 6 月対比の議論をするとしても「利下げ時期がやや遅れそう」程度の話で、その確度も相当危ういように見受けられる。仮に3回利下げが正しいとしても、断続的な利下げならば 6・9・12 月の SEP 改定に合わせるか、9・11・12 月の年内最後の 3 会合に合わせるかといった印象で、「利下げがあるとしても最速で6月以降」程度の認識を持っていれば良いのではないかと思われる。2024 年前半から連続的な利下げを確信していた向きはそもそも多くないであろうから、2024 年末の中央値引き上げはむしろ市場予想に近づいたという印象が強い。



～「利下げの当然視」は再び危うい～

為替市場の観点からは、FRB が利上げを停めて、「次の一手」が利下げだと言明するまで円安相場の反転が難しいと言わざるを得ない。常々論じているように、筆者は円安の底流にはあくまで基礎的需給環境があると考えるが、日米金利差とドル/円相場の関係性が安定していることも認めている(巷の議論は金利差に傾斜し過ぎているという立場である)。ヘッドラ



イン上の消費者物価指数(CPI)や PCE デフレーターはピークアウトしているものの、それが利下げを正当化するに至るまで、かなり時間を要しそうである。上で見た 2024 年の利下げ予想の確度も決して高いとは言えない。というのも、パウエル議長の会見を見る限り、米国経済堅調の理由がどこに

あるのかは FRB 自身、良く分かっていないように見えた。過剰貯蓄が依然として残っていること(≡貯蓄率に低下余地があること)、米国経済にとってふさわしい中立金利自体が押し上げられていること、家計・企業のバランスシートが健全であることなど、会見では様々な仮説に言及があったものの、「十分引き締めの状況かどうかはそこに到達して初めて分かる」と述べてしまっている。少なくとも、見通せる将来において利下げを確信できる材料があるわけではない。

2022 年末から 2023 年初頭にかけて円高見通しが支配的になった経緯を思い返すべきだろう。当時から為替市場では「2023 年は利下げの年」という前提で円高見通しが一色だった。当の FRB が米国経済堅調の理由を上手く説明できない状況で「2024 年こそ利下げの年」という決めつけは危ういと言わざるを得ない。為替市場の観点からは米金利は高止まり、需給環境では円売り超過という状況が少なくとも 2024 年上期までは続くという想定の下、『中期為替相場見通し』の円安ピークアウト時期を 2024 年 1～3 月期から 2024 年 4～6 月期に後ろ倒しにすることを検討したい。

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/egcon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egcon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+ α 」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が「阻害する収支改善～」)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩と持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
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～構造変化を直視～
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」～進むキャリイ取引～
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、動くのはどちらが先か
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-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～