

みずほマーケット・トピック(2023 年 12 月 14 日)

FOMC を終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～

昨日行われた FOMC は大きなサプライズ。会合後の会見でパウエル FRB 議長が政策金利に関し「ピークかその近くの可能性が高い」と利上げ終了を言明したばかりか、利下げ時期について「視野に入っている」との発言を重ねた。利上げ終了と利下げ示唆を同時に行うのは筆者シナリオにとって想定外。「視野に入っている」と言及した以上、1～3 月期のうちに利下げは現実味を帯びるはず。当然、円高リスクはにわかに高まっており、見通しの修正は必要。利下げ前倒しにより 24 年前半に 130 円台前半に到達する可能性。もっとも、日米金利差縮小に応じて円高・ドル安はある程度不可避としても「貿易赤字国として迎える利下げ」がかつてのような円高パニックに繋がる可能性は低い。当面、注目したいのは日銀への影響。近く ECB も似たような転換を行うとすれば、正常化を志向する日銀の政策環境は窮屈になっていく。やるなら早く動きたいというインセンティブが直近会合では働きやすく、これも円高リスクに。

～潮目は完全に変化～

昨日行われた FOMC は大きなサプライズとなった。会合後の会見でパウエル FRB 議長が政策金利に関し「ピークかその近くの可能性が高い」と利上げ終了を言明したばかりか、利下げ時期について「視野に入っている」との発言を重ねた。利上げ終了と利下げ示唆を同時に行うのは筆者シナリオにとって想定外である。これまでパウエル議長は「データ次第で利上げ終了を判断」という建付けを強調してきたが、前回会合からの約 6 週間で利上げ終了を飛び越えて利下げ示唆に及ぶまでのデータが揃ったということだろうか。市場反応が示す通り、そう考えていた向きは殆どいないだろう。コミュニケーションに段差があると言わざるを得ない。もちろん、視野に入っているだけで近々に利下げが到来するわけではないが、言及した以上、1～3 月期のうちに現実味を帯びるだろう。

筆者は利下げ議論が行われるとしても 7～9 月期や 10～12 月期など年後半と見ていたが、この発言に沿えば 1～3 月期に議論、4～6 月期に着手というスケジュールなどが想定される。いや、議長自身が「視野に入っている」と言った以上、1～3 月期中に議論と着手が

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2023	2024	2025	2026	Longer run
Jun-22	3.750%	3.375%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-22	4.625%	3.875%	2.875%	n.a.	2.500%
Dec-22	5.125%	4.125%	3.125%	n.a.	2.500%
Mar-23	5.125%	4.250%	3.125%	n.a.	2.500%
Jun-23	5.625%	4.625%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-23	5.625%	5.125%	3.875%	2.875%	2.500%
Dec-23	5.375%	4.625%	3.625%	2.875%	2.500%

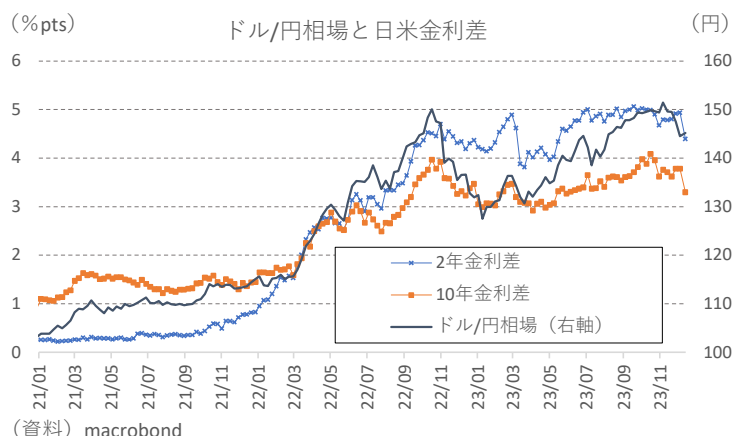
(資料)FRB

両方到来する恐れもある。政策金利見通し(ドットチャート)は 2024 年末に 4.50～4.75%、回数にして 3 回の利下げを織り込む構図に変わっている(図)。▲25bp ずつ毎会合に利下げとして逆算すると、利下げ着手は 2024 年 9 月会合ということになるが、それでは「視野に入っている」発言からすると遠過ぎるように感じられる。ドットチャートの利下げ織り込みが 3 回に変わったのと同時に、市場の

利下げ織り込みは 6 回に変わってしまっている。それは行き過ぎの可能性もあるが、「年後半まで利下げなし」という想定はかなり厳しいものになってきたと言える。これまでドットチャートがハト派に振れて株高が進んだ場合、パウエル議長はこれを戒めてきた。今回の FOMC もそうした情報発信が主軸になるという見通しが強かった。しかし、今回の会見では特にけん制も見られていない。FRB の姿勢、ひいては米経済の現状と展望について節目は明らかに変わったと言える。

～高まる円高リスク、24 年前半に 130 円台前半も～

当然、今回の FOMC を経て円高リスクはにわかに高まっており、見通しの修正は必要である。詳細は月末の『中期為替相場見通し』で検討するが、利下げ前倒しにより 2024 年前半に 130 円台前半に到達する可能性は出てきている。もっとも、日米金利差縮小に応じて円高・ドル安はある程度不可避としても、再三述べている通り、「貿易赤字国として迎える利下げ」



がかつてのような円高パニックに繋がる可能性は低い。貿易赤字国として迎えた利下げの数少ないサンプルとして 2019 年 7 月以降の FRB による利下げがあるが、会合前後(5～8 月)こそ円高が進んだものの、同年 12 月時点では利下げ着手時点よりも円安になっていた。米国が利下げするからと言って日本の貿易サービス赤字が減るわけではないという点は押さえておきたい。

しかし、米国が利下げしても日本の貿易サービス赤字に影響はないが、日銀の金融政策に影響を与える可能性は気にしたい。端的に「FRB が利下げ着手中、日銀が利上げ着手できるのか」という「ねじれ」は確実に指差されるようになる。FRB の姿勢転換を受けて遠くない将来に ECB も同じような情報発信へ切り替えてくる可能性がある。そうなると世界で唯一、正常化を志向する中銀として日銀の政策環境は非常に窮屈になる。建前上は「他中銀の政策判断が自国の中銀の政策判断に影響する余地はない」と強調するだろうが、できれば FRB の利下げ局面が始まる前に正常化に着手しておきたいという胸中は察する。しかも、植田日銀が当面目指したいのは連続的な利上げではなく「+10bp 引き上げによるマイナス金利解除ワンショット」だろうから、FRB が利下げ着手する前に 1 回限定で差し込むという政策運営は想像に容易い。過去の本欄でも論じたように、12 月会合は政治的な環境もあって現状維持が濃厚だと見るものの、植田総裁もマイナス金利解除が「視野に入っている」と示唆する可能性は出てきている。それ自体も想定外の円高リスクである。

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12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
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～
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	緩和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	ICED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～日本株下落とボジションの偏り～)
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