

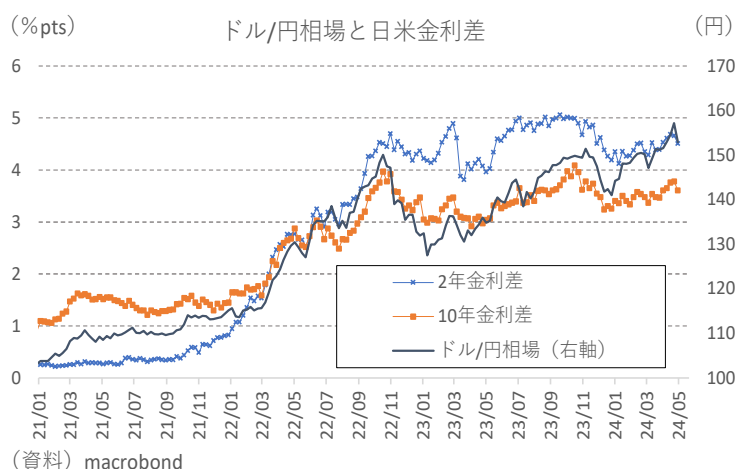
みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 8 日)

FRB の「次の一手」と円相場の予想パスについて

ドル/円相場は先月に見たような騰勢が抑制されている。相場の方角感を規定する日米金利差について拡大が止まっていることの影響だろう。4 月以降の金融市場では FRB の「次の一手」として利下げが遅れるばかりか再利上げがあるのではないかとシナリオも浮上していた。しかし、5 月 FOMC や最近の FRB 高官の発言を踏まえれば、再利上げという日本経済にとって最悪のシナリオは一応、否定された状況にある。もっとも、利下げ見通しは大分後退しており、「9 月に 1 回、12 月に 1 回」というのが無難な想定。昨年末には 6 回利下げという声もあったことを思えば、状況は様変わりしている。ドル/円相場の押し目が実現しない理由は堅調な米国経済とこれに伴う FRB の利下げ遅延という金利要因に尽きる。今後、仮に 9 月利下げを目指すとした場合、7～9 月期後半にかけてドル/円相場は一旦の押し目を迎えることになる。投機ポジションの偏りも踏まえれば、円高の幅も相応に大きくなるだろう。しかし、それは円の強さを保証するものでは全くなく、円安の小休止と割り切るべき。大統領選挙後の円安再起動も警戒したい。

～退けられた最悪シナリオ～

ドル/円相場はじり高で推移しつつも、先月に見たような騰勢は抑制されている。円安相場がとりあえず小康を得ている背景には為替介入と思しき動きに加えて、相場の方角感を規定する日米金利差について拡大が止まっていることも影響しているだろう(図)。4 月 30 日から 5 月 1 日にかけて開催された FOMC は市場予想通り、現状維持を決定した。これで昨年 7 月以降、6 会合連続での現状維持と



なる。2022 年末時点で「2023 年は米利下げで円高の年」と言われていた事実を思い返せば、米国の抱えるインフレ圧力が極めて粘着的なものになっていると言わざるを得ない。筆者は今次円安局面の分析において最も重要な論点は国際収支分析と考える立場だが、米国のインフレ圧力が粘着性を伴い、米金利が高止まりしていることの影響も軽視しているわけではない。方向感の転換には金利差縮小はどうしても必要である(その上でどこまで円高に戻るかは需給次第だ)。

4 月以降の金融市場では FRB の「次の一手」として利下げが遅れるばかりか再利上げがあるのではないかとシナリオも浮上していた。だからこそ株価が動揺し、ドル相場も急伸していた。しかし、5 月 1 日のパウエル FRB 議長会見では「利上げの可能性は低い」と明言され、インフレの粘着性に対する一手は利上げではなく利下げ見送りであることが概ね確約された状況にある。さらに今

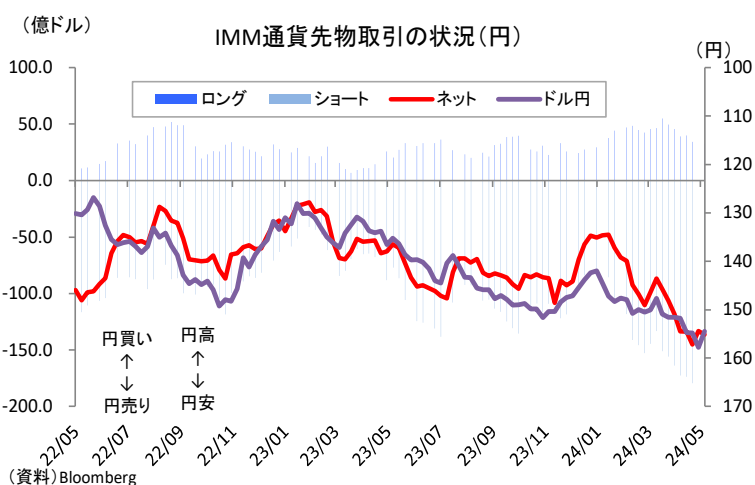
週 6 日にはウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁からも「次の一手」が利下げとなる旨の発言がなされている。円安を嫌気する日本経済にとって最悪のシナリオは一応、退けられた状況にあると言える。

～ハト派的に見て「9月に1回、12月に1回」か～

昨年 12 月 FOMC でハト派に急旋回した直後、金融市場では「2024 年 3 月には利下げが始まり、最大 6 回もあり得る」という見通しが席卷していた。6 回は当時から過剰な織り込みと見られていたが、政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)でに基づけば 2024 年の利下げは最低 3 回というイメージは普通であったし、本欄や「中期為替相場見通し」でも「4~6 月期以降に着手して 3 回」という前提で予測パスを作っていた。年初時点で今年 4~6 月期、7~9 月期に関して円高・ドル安を想定していたのはそのためである。しかし、現状の金融市場の織り込みでは利下げ着手は早くても 9 月、回数も 1 回程度というイメージまで後退している。もちろん、雇用統計など経済指標の悪化が重なれば織り込みは直ぐに変わるため、現時点で 1 回限りと断じるのは危うい。とはいえ、現在入手可能な情報に基づく限り、ハト派的に見ても「9 月に 1 回、12 月に 1 回」というのが無難な想定に思える。年初の「中期為替相場見通し」で予想していた押し目が実現しない理由は、堅調な米国経済とこれに伴う FRB の利下げ遅延という金利要因に集約される(需給要因はほぼ前年から不変だ)。

～ 声明文に透けるシグナル～

利下げ着手が 6 月や 7 月になる可能性はないのか。ゼロではないが低いと筆者は考えている。今回から声明文に「In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective」とインフレの粘着性を認めるような文言が新しく挿入されている。この文言が残る限り、利下げが否定される状況が続くのだろう。今回改めて挿入した文章を 6 月や 7 月に外すことは考えにくいとすれば、「最速で 9 月利下げ」はやはり大きな無理はない想定に思える。そうした米金利動向を前提とした場合、7～9 月期後半にかけてドル/円相場は一旦の押し目を迎えることになる。ピークからは収束しているものの、依然として投機筋による円の売り持ち高は高水準であり(右図・上)、円高に振れた時の幅も相応に大きくなる可能性はある。もともと、そうした FRB の政策転換に伴う円高・



ドル安は変動為替相場制における摂理のようなものであり、円の強さを保証するものではなくない。かねて本欄で議論してきた通り、10～12 月期以降にトランプ新政権が発足した場合、米国第一の方針が強調される中であって米金利およびドル相場が強含みやすくなる公算が大きい。これは過去の経験則に照らしても妥当な値動きである(前頁図・下)。とすれば、7～9 月期の円高・ドル安相場は文字通り、「長期円安局面の小休止」といった位置づけになる。まずは 6～7 月の経済指標を踏まえ、新しく挿入された利下げをけん制する文言への評価がどのように変わってきそうなのかをイメージすることが重要になる。基本的に円相場が再び騰勢に悩まされるような時代は来ないと考えるが、変動為替相場制である以上、揺り戻しは必ず来るという事実は忘れるべきではない。

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
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
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～