

みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 13 日)

FOMC を終えて～中立金利上昇と為替見通し～

6 月の FOMC は現状維持を決定。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)は年内利下げ回数(予想中央値)に関し、従前の 3 回から 1 回へ下方修正されている。とはいえ、最も多かった予想は 2 回であることや、直前公表の米 5 月消費者物価指数(CPI)が弱含んでいたことなども踏まえると、年内利下げ回数は 1 回というよりも「1～2 回」と幅を持った予想を軸にすべき。現状の FRB はタカ派・ハト派のいずれにも偏っておらず、裁量を確保したい意向。こうした中、強い政策金利予想を示すならば、利下げは最速で 9 月開始、遅くとも 12 月着手と言ったところ。今回、特筆されたのは中立金利が 2.6%から 2.8%へ上方修正されたことだろう。米国経済の潜在成長率が押し上げられているのだとすれば、そもそも現状維持や利下げ総回数自体の減少が予見される状況。ドル/円相場の観点から述べれば、日米金利差の拡大を主因とする円売り・ドル買いに関しては根本的な修正が難しくなっている可能性を示唆する。

～利下げは最速で 9 月開始、遅くとも 12 月に着手～

11 日から 12 日かけて開催された FOMC は、現状維持を決定した。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート、右図・上)は年内利下げ回数(予想中央値)に関し、従前の 3 回から 1 回へ下方修正されている。先週 7 日の米 5 月雇用統計が強含んだことからこうした織り込みは既に進んでいたが、直前に発表され

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2024	2025	2026	Longer run
Dec-22	4.125%	3.125%	n.a.	2.500%
Mar-23	4.250%	3.125%	n.a.	2.500%
Jun-23	4.625%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-23	5.125%	3.875%	2.875%	2.500%
Dec-23	4.625%	3.625%	2.875%	2.500%
Mar-24	4.625%	3.875%	3.125%	2.5625%
Jun-24	5.125%	4.125%	3.125%	2.7500%

(資料)FRB

た米 5 月消費者物価指数(CPI)も考慮した上でドットチャートは評価すべきだろう。中央値こそ 1 回とはいえ、最も多い予想は 2 回の 8 人で、1 回は 7 人であった(ゼロ回が 4 人)。ドットチャートだけを見ればタカ派的な受け止めは多そうだが、約 2 年ぶりの低い伸びとなった米 5 月 CPI を詳細に解釈する時間があれば、ドットチャートも 2 回が中央値になっていた可能性はある。

もちろん、それでも「3 回から 2 回」という修正で、「どちらかと言えばタカ派的」と受け止められた可能性も残るが、年内利下げ回数は 1 回ではなく「1～2 回」と幅を持った予想を軸にすべきだろう。実際、パウエル FRB 議長は 1 回にしても、2 回にしても「私にはもっともらしく見える」といずれの読みにも大差がないことを認めている。また、利下げの総回数自体を見ても

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2024年6月時点

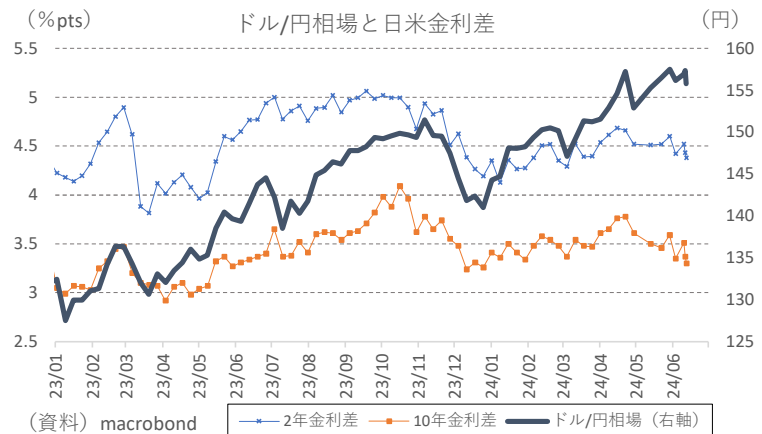
	2024	2025	2026	長期見通し
実質GDP成長率 (3月時点)	2.1 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	1.8 (1.8)
失業率 (3月時点)	4.0 (4.0)	4.2 (4.1)	4.1 (4.0)	4.2 (4.1)
PCEインフレ率 (3月時点)	2.6 (2.4)	2.3 (2.2)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (3月時点)	2.8 (2.6)	2.3 (2.2)	2.0 (2.0)	

(資料)FRB

「2026 年末までに 9 回」という点は前回から不変であるため、政策金利に対する姿勢が 3 月対比で根本的に変わったとは言えない。現に、FRB スタッフによる経済見通し(SEP)も 3 月と殆ど変わっていない(前頁図・下)。タカ派・ハト派のいずれにも偏っておらず、裁量を確保した上で引き続き経済指標次第で臨機応変な対応をするというのが FOMC の基本姿勢と考えるべきだろう。こうした中、強いて政策金利予想を示すならば、利下げは最速で 9 月開始、遅くとも 12 月着手だろうか。

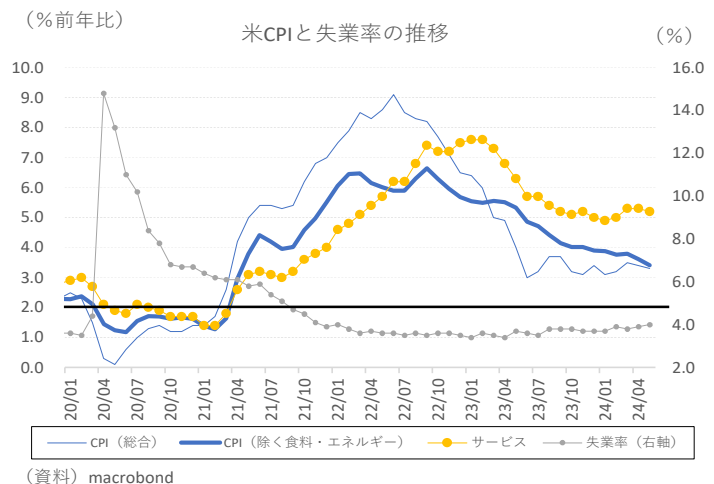
～中立金利上昇と為替見通しへの影響～

政策金利見通しは元より、今回は中立金利が 2.6%から 2.8%へ上方修正されたことも注目点として挙げられている。粘着的なインフレが続く米国経済の状況と合わせ見れば、潜在成長率が押し上げられており、これに割り当てられるべき政策金利も高いものへと変わりつつある疑いが持たれる。利下げを志向する現局面に絡んで言えば、「思ったほど利下げの総回数は多くな



いかかもしれない」という思惑にも繋がってくる。さらに言い換えれば、米国経済の地力(潜在成長率)が想定以上に強いという判断でもあるため、現行の政策金利水準を変えないこと自体にも合理性が備わってくるという読み方もできる。いずれにせよ、ドル/円相場の観点から述べれば、日米金利差の拡大を主因とする円売り・ドル買いに関しては根本的な修正が難しくなっている可能性を示唆しているとも言える。今年に入ってから円安・ドル高は決して金利差拡大に沿った動きとは言いがら(図)、そもそも利下げに至らない(至っても限定的)という未来を織り込んでいる可能性もある。

現状の米国経済に目をやれば、確かに中立金利が上昇している疑義は抱かれる。直近の CPI こそ下振れたものの、雇用・賃金情勢の逼迫が一般物価の高止まりに寄与している疑いは基礎的経済指標からも読み取れるところであり(図)、昨年12月 FOMC 直後に「2024 年は年 6 回利下げ」という前のめりな織り込みが進んでいたことと比較すれば隔世の感がある。当時本欄では 6 回は過剰であると考えていたが、3 回程度は十分想定されるとは考えていた(それほど12月 FOMC の急旋回は



鮮烈であった)。しかし、結局雇用・賃金情勢の逼迫度合いはさほど変わらず、既に 1 年の半分以上が終わろうとしている。もちろん、インフレ収束の道のりは元々「bumpy(でこぼこ道)」とされていたので、利下げに向かって着実に進んでいるのであれば、それは長い目で見れば順当と言えるかもしれな

い。しかし、そもそも中立金利がもっと高いのだとすれば、今次利下げ局面で必要とされる利下げ回数自体が果たして現状の「9 回」のままで居られるのかどうかも今後の注目点となる。例えば前頁図(下)で示されるように、サービス物価の動きは「bumpy」の範囲内なのか、それともこのまま底打ちしてしまうのか、判断の難しい状況にある。筆者は日米金利差拡大が円安の真因とは考えていない立場だが、仮にそうであったとしても円安修正が難しい局面に入っているように見受けられる。

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
2024年6月12日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
2024年5月14日	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月13日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
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
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～「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)
2024年4月11日	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10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9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8日	対内直投のキーワードは「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～妥結資金は年内4%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)
2024年2月14日	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月13日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月9日	投信経由の対外証券投資～滲む資産運用立国の未来～
2024年2月8日	週末版
2024年2月7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」がキープレーズ～)
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)
2024年1月17日	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月16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15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12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11日	週末版
2024年1月10日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月9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～)