

みずほマーケット・トピック(2024 年 9 月 19 日)

FOMC を終えて～思い出される糊代論と今後～

注目された FOMC は▲50bp の利下げを決定。筆者は米国の経済・金融情勢を踏まえれば▲25bp が妥当と予想していたが、パウエル FRB 議長の会見を見る限り、「本当は▲25bp で十分だが、7 月にやらなかった分を加味して▲50bp」というロジックが透けた。パウエル議長は「新しい利下げペースと考えるべきではない」とも述べ、利下げを急がない旨も強調。今後の利下げが▲25bp ペースに戻る公算は大きく、それゆえに為替市場ではドル買いが優勢。今次局面はあくまで「普通の景気減速(ないし後退)」を受けた利下げ対応であり、「〇〇ショック」に対する政策運営とは異なる。既にドットチャート終盤ではロンガーランの政策金利(≒中立金利)との接近が視野に入っており、遠くない将来に「利下げの打ち止めはいつか」が争点化してくるはず。パウエル議長の会見からも、かつてのような超低金利に回帰することはないという意味が色濃く見え、必然、日米金利差の縮小を当て込んだ円高予想は報われにくい印象もある。また、過去に経験したどの米利下げ局面よりも日本の抱える貿易赤字は大きいことも覚えておきたい。

～7 月分も込めて▲50bp～

17～18 日に開催された FOMC は FF 金利誘導目標に関し、5.25～5.00%から 4.75～5.0%へ▲50bp 引き下げることを決定した。利下げは 4 年半ぶりの決定となる。筆者は米国の経済・金融情勢を踏まえれば▲25bp が妥当ではないかと予想していたが、パウエル FRB 議長の会見を見る限り、「本当は▲25bp で十分だが、7 月にやらなかった分を加味して▲50bp」というロジックが透けた。具体的にパウエル FRB 議長は今回の利下げ幅を「後手に回らないという我々の決意」と表現し、また「新しい利下げペースと考えるべきではない」とも述べた。さらにはベースシナリオのイメージとして「我々は利下げを急いでおらず、ゆっくりと中立金利水準に戻していく」とも加えている。今後の利下げが▲25bp ペースに戻る公算は大きく、それゆえに為替市場ではドル買いが優勢となっている。

また、FOMC も一枚岩ではなくパウマン FRB 理事が▲50bp ではなく、▲25bp の利下げ幅を主張し、反対票を投じている(理事としての反対票は 2005 年以来)。注目されたメンバーによる政策金利見通し(ド

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2024	2025	2026	2027	Longer run
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%
Sep-24	4.375%	3.375%	2.875%	2.875%	2.8750%

(資料)FRB

ットチャート)でも見方は割れており、年内残り 2 回の会合に関しては、利下げ無しから 3 回まで予想が散っている。中央値である 2 回(50bp)を支持したのは 19 名中 9 名、1 回(25bp)を支持したのは 7 名であった(2 名はゼロ、1 名は▲75bp)。利下げ幅に関しては足並みが揃わない中、単月の経済指標を受けてその都度可変的な情勢と考えるべきだろう。実際、パウエル議長は会見で仮に 7 月 FOMC の前に 7 月雇用統計が入手できていたら利下げしていた可能性に言及している。今後

の利下げの有無や幅に関しては、日々の経済指標や内外情勢でいくらでも変わる状況である。

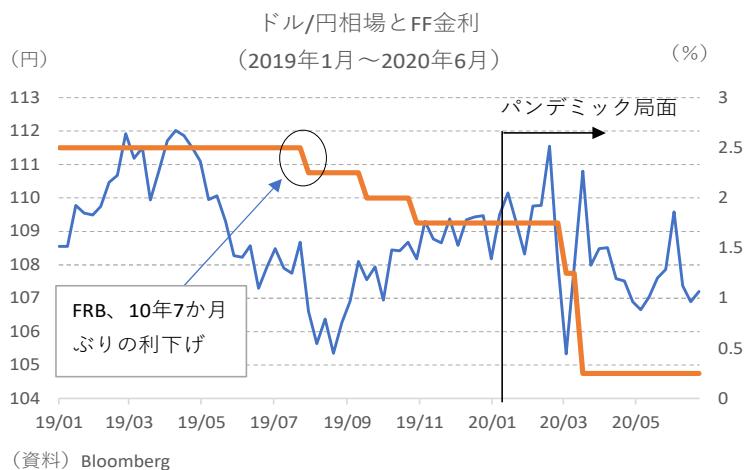
～思い出される糊代論～

基本的に利下げ幅は▲25bp で問題ないはずだ。今次局面はあくまで「普通の景気減速(ないし後退)」を受けた利下げ対応であり、「〇〇ショック」に対する政策運営とは異なる。リーマンショック、欧州債務危機、そしてパンデミックなど過去 20 年弱の間に金融市場は「〇〇ショック」を重ねて経験し、その都度、中央銀行が大幅な金融緩和を強いられる歴史を目にしてきた。「極端なショック」に「極端な対応」が割り当てられる構図は昔よりも想起されやすいだろう。しかし、パウエル議長も会見で「米国経済は良い状態にあり、今日の決定はそれを維持するためのもの」と述べるように、「ショックに対する利下げ」というよりも「ショックを起こさないための利下げ」が企図されているのが実情である。現状の米国経済は景気後退に至るかどうか分らず、CPI や PCE が安定的に前年比+2% を割り込んでいるわけでもない。かかる状況下、初手から▲50bp 引き下げたのは驚きであったが、あくまで 7 月のビハインドザカーブを取り戻しただけというロジックならば理解はできる。

思い返したいのは糊代論というフレーズだ。2015～18 年の FRB の利上げ局面において「いずれ到来する不況で利下げできるように(利下げの糊代を確保するため)、利上げが必要」という考え方が頻繁に言及され、糊代論として注目された。明らかに倒錯した理屈だが、当時は支持を得ていた。このような経緯を踏まえれば、現在の米国の経済情勢において▲50bp の利下げを連発し、稀少な糊代を費消すべきではない。確かに、フォワードルッキングな対応と言えば聞こえは良い。だが、そもそもスタッフ経済見通し(SEP) 見通しの精度はそれほど高いものではなかったはずである。現実的には、将来の糊代を気にしながら定期的な▲25bp 引き下げを FRB は模索していくと予想する。ドットチャートに従えば年内 2 回、来年 4 回というイメージになるが、来年に関しては新大統領の下での 1～3 月期を見極めないことには確たることは言えまい。前頁表にも示したように、既にドットチャート終盤ではロンガーランの政策金利(≒中立金利)との接近が視野に入っており、遠くない将来に「利下げの打ち止めはいつか」が争点化してくるはずだ。パウエル議長の会見からも、かつてのような超低金利に回帰することはないという意味が色濃く見えた。必然、日米金利差の急縮小を織り込んだ円高・ドル安は修正が進みやすく、現にそうなっている。

～日本にとっては過去に類例のない利下げでもある～

また、これまで何度も強調してきたように今回の利下げは「日本が貿易赤字国として迎える利下げ」である。この点については右図を用いて過去に何度も議論してきた。世界の資本コストである FF 金利が下がれば、一時的であれ、ドル売りが為替市場で優勢になりやすい。当然、円買いも相応に起きる。しかし、その震度はその通貨が置かれている需給環境で変わるものだ。貿易



赤字国になってまだ 10 余年しか経っていない日本は FRB の利下げを貿易赤字国として迎えた経験に乏しい。貴重なサンプルとして今から約 5 年前となる 2019 年 7 月に行われた 10 年 7 か月ぶりの利下げがある。この時を振り返ると直前・直後こそ円高が進んだものの、一方的にその地合いが定着することはなかった。利下げが始まった 2019 年は約▲1.7 兆円、その前年(2018 年)は約▲1.2 兆円の貿易赤字だった。足許に目をやれば、去年は約▲9.3 兆円、今年 1～7 月合計で約▲3.9 兆円(年率では約▲6.7 兆円)だ。もちろん、過去 2 年半で累積した円キャリー取引の残高がある(らしい)ので、円相場の反発力は思ったよりも強い恐れはあるが、過去に経験したどの米利下げ局面よりも日本の抱えている貿易赤字は大きいという事実は押さえておきたい。今次利下げに応じて再び強烈な円高局面が来るかのような読みには安易に賛同できない。

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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていないかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「正真正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解説～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は正真正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
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賃金と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)
	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14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13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
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」と円相場の予想バスのについて
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～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)