

みずほマーケット・トピック(2024 年 10 月 15 日)

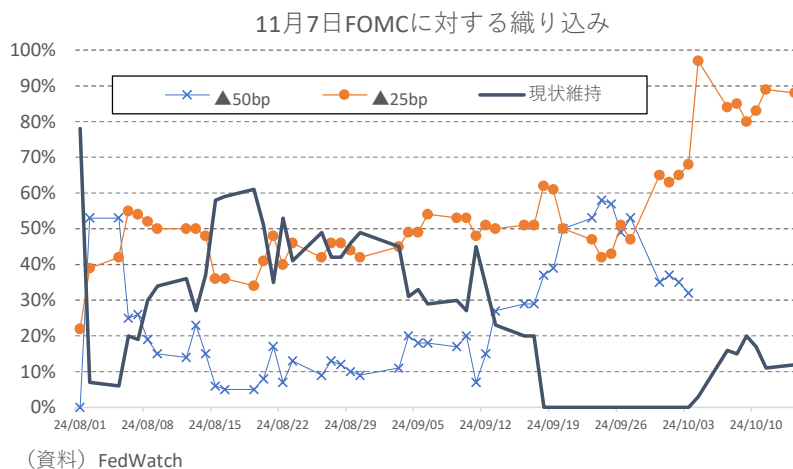
不透明過ぎる 11 月 FOMC～1 年後が気がかり～

本稿執筆時点で FedWatch から察する 11 月 6～7 日 FOMC の織り込みは▲25bp 利下げについて約 88%、現状維持について約 12%を織り込む状況。現状維持への織り込みは米 9 月雇用統計の非常に強い結果を受けて始まっており、本稿執筆時点でも消えていない(元々存在した▲50bp の織り込みは消えている)。9 月 FOMC の議論からの一貫性を踏まえれば、▲25bp の利下げを想定しておくのが最も無難だが、まだ 10 月雇用統計が残されている以上、現状維持にも半身で構えなければならない状況と言える。なお、中長期的な為替相場見通しを考える上で重要なことは「1 年後にどうなっていそうか」である。今後 1 年で利下げが何回実施されるのかはさておき、来年 10～12 月期には 2026 年の政策金利の軌道が話題になっているに違いない。「中期為替相場見通し」では早ければ 7～9 月期、順当に行けば 10～12 月期には「利下げの終点」が争点化している可能性を念頭に置き、円安局面の再起動を想定している。

～不透明過ぎる 11 月 FOMC～

先週後半にかけては FOMC 議事要旨(9 月 17～18 日開催分)、米 9 月消費者物価指数(CPI)、新規失業保険申請件数(10 月 5 日終了週)などが立て続けに公表されている。3 週間後に迫った FOMC(11 月 6～7 日開催)への予想形成も徐々に固まりつつある。もちろん、直前に米 10 月雇用統計(11 月 1 日)、米大統領選挙(11 月 5 日)があるため、FOMC の動きは直前まで読めないというのが実情になってくる。もっと言えば、新大統領の下での執政がどうなるかという最も重要な点については 11 月 FOMC 時点では判然としていないはずであり、それが特にトランプ氏再選だった場合はさらにノイズが大きくなる。よって現時点の議論に大きな意味があるとは思えないが、ドル/円相場の視界不良を晴らすという観点からも簡単なプレビューはしておきたい。

本稿執筆時点で FedWatch から察する 11 月 6～7 日 FOMC の織り込みは▲25bp 利下げについて約 88%、現状維持について約 12%を織り込む状況にある(図)。現状維持への織り込みは米 9 月雇用統計(10 月 4 日発表)の非常に強い結果を受けて始まっており、本稿執筆時点でも消えていない(元々存在した▲50bp の織り込みは消えている)。米 9 月 CPI の



強弱入り混じる結果、直近の新規失業保険申請件数はハリケーンの影響を受けた一時的な弱さということで、期待形成について決定的な方向感を与えるには至っていない。9 月 FOMC の議論か

らの一貫性を踏まえれば、▲25bp の利下げを想定しておくのが最も無難と言えるが、米 10 月雇用統計が再び予想を凌駕する改善となれば現状維持の織り込みは一気に拡大するだろう。現状では「分からない」としか言いようがなく、▲25bp 利下げに構えつつ、現状維持も排除はできない。10 月 10 日にはウォール・ストリート・ジャーナルのインタビューに対し、ボスティック・アトランタ連銀総裁が 11 月 FOMC について「利下げを一度休止すべきかもしれない」と述べたことが大きく報じられている。メインシナリオは▲25bp とし、現状維持にも半身で構えなければならない状況と言える。

～問題は 1 年後・・・～

11 月 FOMC はおろか、12 月 FOMC についても米国は現政権で迎えることになり、2025 年 1 月以降にならなければ、新政権下での金融政策運営には至らない。仮にトランプ氏再選を想定した場合、当人は低金利・ドル安を志向しつつも、経済政策運営としては金利・物価を押し上げるため、結局は「あまり利下げできない」という可能性が強まると筆者は考えている。そのような未来まで含まれていることを思えば、現状で FRB の「次の一手」に関して議論を尽くしても詮無きことである。

中長期的な為替相場見

通しを考える上で重要なこ

とは「1 年後にどうなってい

そうか」である。今後 1 年で

利下げが何回実施される

のかはさておき、来年 10

～12 月期には 2026 年の

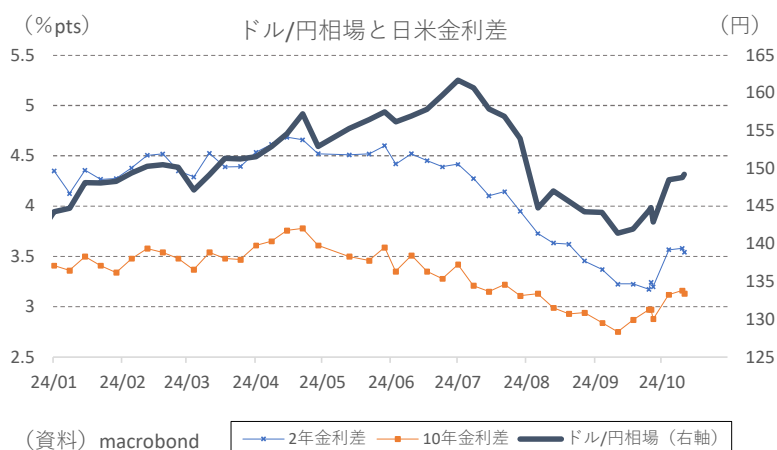
各年末の政策金利見通し(予想中央値)

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

政策金利の軌道が話題になっているに違いない。現時点のドットチャートを前提とすれば、2026 年中には中立金利に到達するという絵図が示されている(図)。そこまで考えると 1 年後に「利下げの終点」が争点化し、気の早い金融市場では日米金利差の再拡大とこれに伴う円安局面の再起動が取りざたされている公算は大きい。今は目先の政策運営について関心が高いとしても、徐々に市場の目線は「利下げの終点」とこれに伴う資産価格の変化に移ってくる。ごく短期的な話をすれば、IMM 通貨先物取引における円ロング解消が進む中で円安相場が続くものの、これが中立化されるに伴って再びドル/円相場の上値が重くなる時間帯が来る。年末年始にかけてはそのような機運が強まるように思える。かねて本欄で論じているように円の基礎的需給環境が改善しているのは間違いなく、円安・ドル高を推進するだけのパワーは今のところ感じられない。

しかし、「中期為替相場見通し」では早ければ 7～9 月期、順当に行けば 10～12 月期には「利下げの終点」が争点化している可能性を念頭に置き、円安局面の再起動を想定している。日米金利差縮小が促す「円安時代の円高局面」は人々が想定していたよりも遥かに早く終わってしまう可能



性を念頭に 2025 年の展望を検討すべきであろう。この点も過去に論じたポイントだが、今回の FRB の利下げはあくまで「普通の景気後退」に対する予防的措置であって、金融危機やパンデミックのような急性的なショックに割り当てられる政策対応ではない。緩和局面に入れば必然的にゼロ金利や大規模資産購入へ至ることを想定しがちな市場参加者にとっては、些か肩透かしで終わる可能性は十分ある。

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/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10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
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	いよいよ注目される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～「賃金は必ず下がる」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、「真正正銘のバブル超え」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、現時点の解釈～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～円は真正正銘の最弱通貨～
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	「もしとら」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