

みずほマーケット・トピック(2024 年 12 月 5 日)

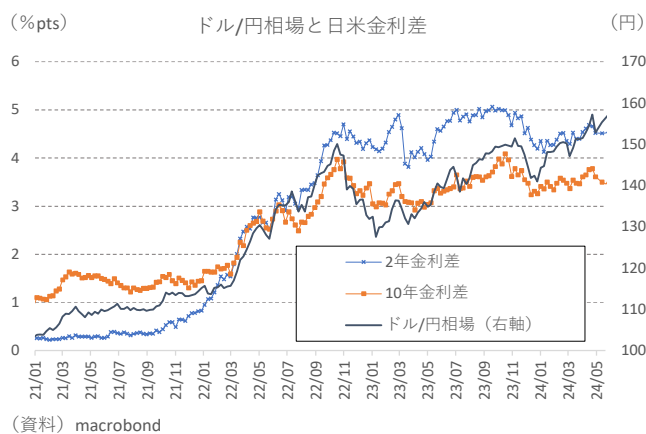
2025 年見通しのポイント～金利編その①～

25 年見通しのポイントに関し、金利の観点からもイメージ作りを行う。筆者は利上げ・利下げの回数を予想するゲームの一環として円相場の見通しを語ることに否定的だが、半年や 1 年の見通しを検討するにあたって、内外金利差が 2 通貨間の相対的な強弱関係を規定する実情を軽視するのも適切ではない。今回の本欄では FRB の政策運営について想定を示す。現時点では 25 年に関し、4～6 月期までに順当に 2 回、最大で 3 回の利下げを前提としている。米実体経済が潜在成長率を恒常的に上回る中、利下げ局面の持続より終息に着目するのは自然。第二次トランプ政権のポリシーミックスを踏まえれば、尚の事、その思いは強まる。米金利の軌道に限って言えば、25 年半ば以降の円安再起動を予想するのが合理的か。これに対し、急激な米利下げとこれに伴う円高が発生する条件がないわけではないが、金融危機、地政学リスク、米経済の非連続的な悪化など、あくまでリスクシナリオの範疇。もちろん、円金利の引き上げで円安が抑止される可能性もある。しかし、通貨防衛の意図が鮮明な利上げは奏功するだろうか。

～2025 年も幅を利かす金利差の議論～

今週の本欄では 2025 年見通しのポイントに関し、まずは需給の観点から 2 回にわけて議論した。そこでは「実需の円売り」に関してはさほど偏ったイメージは抱かれず、恐らくは内外金利差の挙動に沿って方向感が規定される年になる可能性が高いと論じた。「データ依存(data dependent)」のフレーズが示す通り、中銀とて神の目を持つわけではなく、あくまでその瞬間のモメンタムをフォローする存在でしかない。よって、金融政策運営ひいて

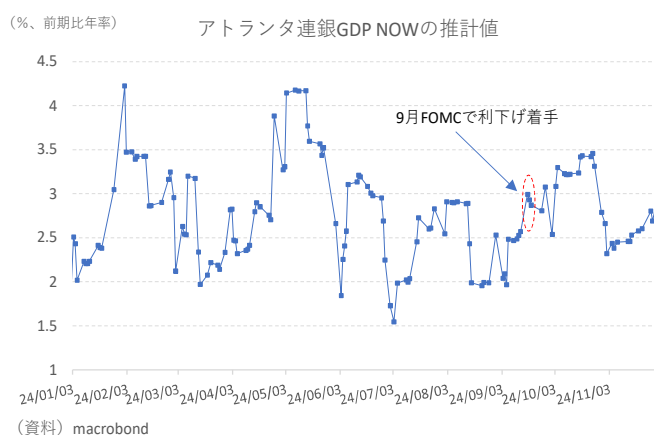
は政策金利の軌道から、端的には利上げ・利下げの回数を予想するゲームの一環として円相場の見通しを語ることに筆者はあまり大きな意味を感じていない。もちろん、それは重要な説明変数であるが、過去 3 年弱にわたる円安局面を語るにあたっては、もっと大事なことはあるという立場である。とはいえ、半年や 1 年の見通しを検討するにあたって、内外金利差が 2 通貨間の相対的な強弱関係を規定する実情を軽視するのも適切ではない(図)。以下、現時点における金利から見た 2025 年のドル/円相場のイメージを明示しておきたいと思う。



～現実的とは思えない「2.875%」までの利下げ～

まず、FRB の政策運営をどう考えるべきか。結論から言えば、現時点で筆者は 2025 年中の利下げ回数については 4～6 月期までに順当に 2 回、最大で 3 回の前提で見ている。決してタカ派色

が強いわけでは無かった 9 月時点のドットチャートですら、2025 年の FRB 利下げ見通しは 4 回(▲100bp)であった。本稿執筆時点の金利市場では 3 回強の織り込みにとどまっており、恐らく 12 月の FOMC も 9 月対比で横ばいか、ややタカ派寄りの分布になることが予想される。第二次トランプ政権の出方が読めない以上、予断は持てないものの、予告されているポリシーミックスがインフレ誘発的であるのは間違いなく、元より堅調な実体経済も相まって、利



下げ回数が限定される展開に構えるのが合理的だ。例えばアトランタ連銀の GDPNow では+3%近傍の実質 GDP 成長率が示唆される状況が続いている。米議会予算局(CBO)推計の潜在成長率(+2.2%)を恒常的に上回る中、利下げ局面の持続より終息に着目するのは自然であろう。例えば 12 月に 1 回、2025 年 4~6 月期までに最大 3 回、計 4 回の利下げを行った場合、FF 金利は 3.75%になる。インフレ率 2%を前提とすれば実質政策金利は 1.75%になり、CBO 推計の潜在成長率(+2.2%)を下回る。十分緩和的な環境であり、現在の中立金利(2.875%)まで下げるならばさらに緩和的になる。現状のドットチャートでは 2026 年末には 2.875%と予見されているが、現在の経済・金融そして政治情勢を踏まえると、そこまでの利下げが必要なのか疑義はある。

米国の実体経済情勢を踏まえれば、2025 年は「利下げの回数」よりも「利下げの終わり」が争点化する年になると考えておきたい。そうした状況下、利下げの「回数」など大事の前の小事であろう。元より今回は予防的な利下げ局面であり、リーマンショック以降に頻発してきたような非伝統的な対応を強いるような危機的な局面ではない。25bp 換算で 5~6 回(計▲125~▲150bp)という利下げで終わってもそれほど不思議ではない。こうした認識に基づき、米金利の軌道に限って言えば、2025 年半ば以降の円安再起動を予想するのが相応に合理的に思える。

～米金利急低下と円高というシナリオは～

急激な利下げとこれに伴う円高が発生する条件はないのか。最も手っ取り早いのはシステムリスクが高まる状況である。直近では 2023 年 3 月にシリコンバレー銀行(SVB)の破綻が取りざたされ、金融市場の風景が一変したことがあった。金融システムへの危機感が煽られた時こそ、その影響が伝播することを防ぐために幅を持った利下げへの期待が強まる。SVB 破綻時を例にとると、同月の米 10 年金利は最大で約▲60bp 押し下げられ、これに伴ってドル/円相場も約 137 円から約 130 円まで急落している。現状、米国の経済・金融情勢に不均衡が指摘されているわけではないが、こうしたケースでは円相場の急騰を期待できるだろう。もっとも、裏を返せば金融危機を念頭に置かねば著しい円高を予想するのは難しいということでもある。また、地政学リスクの台頭により緩和的な金融環境を正当化するという展開もあり得るが、その際は資源価格も騰勢を強め、むしろ引き締めの金融環境が求められている可能性もある。予想される影響は一様ではない。

なお、今年 8 月初頭の米 7 月雇用統計のように、米経済指標が大きく悪化することで利下げ期

待がにわかに高まるという展開もあり得る。しかし、何のショックも無いのに景気に断層が生まれることは元来考えにくい。事実、翌月以降の米経済指標は改善傾向がクローズアップされ、これを受けて米金利とドルは相互連関的な上昇に至っている。類似の展開は 2025 年もありそうだが、単月の経済指標の結果を針小棒大に捉え、それで利下げが加速するかなのような期待は抱くべきではない。

これらは米金利要因で円高になる可能性を検討するストーリーだが、円金利が上昇することで円高相場が醸成される可能性も無いわけではない。しかし、通貨防衛という目的が鮮明になっている利上げは、得てして投機的な円売りを焚きつけることも多い。投機的に円売りを煽り、利上げと共に円を買い戻すことで収益機会を確実に得られる。次の会合が接近すれば、また同じことを繰り返すだろう。円金利の想定は明日以降の本欄で議論したい。

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12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
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、「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～