

みずほマーケット・トピック(2024年12月19日)

FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～

12月FOMCは市場予想通り▲25bpの利下げに踏み切り、FF金利誘導目標は4.25～4.50%に。ドットチャートで示された25年の利下げ回数は前回(9月)の4回から2回へ半減。これらは本欄や「中期為替相場見通し」で想定してきた通りのイメージであり、予想パスに大きな変更はない。パウエルFRB議長が会見で「(利下げの)プロセスは新たな段階に入った」と明言していることに現れるように、利下げを前提とする円高地合いに持続性は乏しいと考えておいた方が良い。円安修正にとって頼みの綱でもあった米金利低下が望めない以上、日銀の政策運営はますます通貨防衛色を強める恐れがある。それにしても利下げ開始からわずか3か月で「新たな段階に入った」というのは如何にも朝令暮改に感じる。結局、FRBは中立金利を過小評価していたということではないのか。潜在成長率が2%強としても、現実のインフレ率が2%近傍で上下動するならば、中立金利が3%台後半から4%台前半という理解になる。パンデミック後、米国の生産性の伸びが突出していることを踏まえれば、中立金利はもっと高いかもしれない。

～2025年はやはり「利下げの終わり」が争点化～

12月17～18日に開催されたFOMCは市場予想通り▲25bpの利下げに踏み切り、FF金利誘導目標は4.25～4.50%となった。メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)で示された2025年の利

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%
Dec-24	4.375%	3.875%	3.375%	3.125%	3.0000%

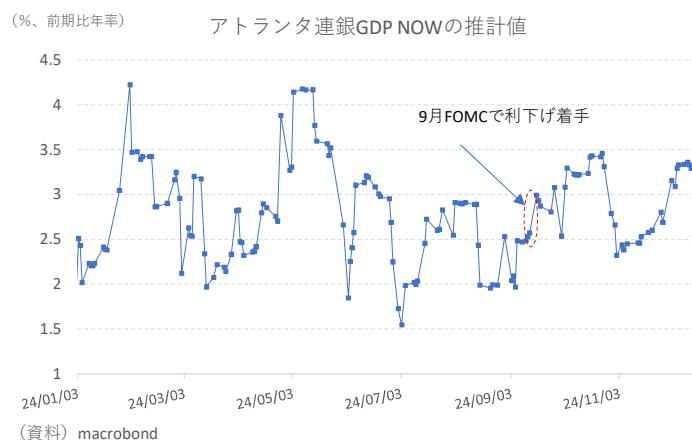
(資料)FRB

下げ回数は前回(9月)の4回から2回へ半減している(図)。本欄や「中期為替相場見通し」では2025年のFRBの利下げ回数について順当なケースで2回、最大で3回と考え、「2025年は利下げの終わりが争点化する年」と繰り返し論じてきた。その予想通りの数字が示されたと受け止めている。パウエルFRB議長が会見で「(利下げの)プロセスは新たな段階に入った」と明言していることに現れるように、利下げを前提とする円高地合いの持続性は乏しいと考えておいた方が良いだろう。これを受けた米株式市場は大幅下落を強いられ、米金利上昇に伴ってドル/円相場は一時155円に肉薄する動きが見られている。円安修正にとって頼みの綱でもあった米金利低下が望めない以上、日銀の政策運営はますます通貨防衛色を強める恐れがある。

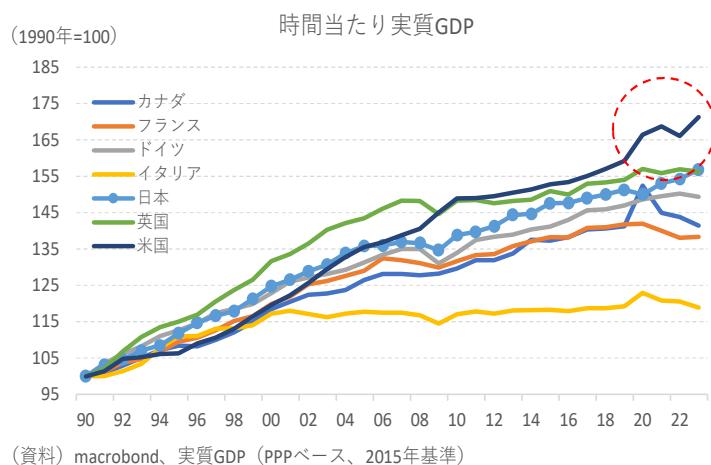
～中立金利が3%台後半から4%台前半ということも？～

なお、9月から始まった利下げについて12月に「新たな段階に入った」というのは如何にも朝令暮改に聞こえる。そもそも中立金利の想定が低過ぎたのではないかという疑念は自然と抱かれる。今回、ドットチャートで示された中立金利と見なせる長期見通し(Longer run)は3.00%で前回から

+15bpほど引き上げられている。しかし、これでも客観的に見て低過ぎるかもしれない。例えばアトランタ連銀の GDP Now は 2%強と目される潜在成長率に対して 3%超えの成長が當時示唆されるような状況にある(図)。この状況下、個人消費支出(PCE) デフレーターが當時、2%台を維持していることにも鑑みれば、利下げの必要性は基本的には正当化しかねる(フォワードルッキングに必要という判断はあるとしても)。米議会予算局(CBO)の推計によれば潜在成長率(実質)は +2.2%と推計されている。現実のインフレ率が 2%近傍で上下動するならば、中立金利が 3%台後半から 4%台前半という理解になろうか。とすれば、利下げがあと 1~2 回(▲25bp~▲50bp)で終息しても不思議ではない。今回のドットチャートで示された数字と大きく乖離しないイメージだ。



さらに言えば CBO の推計する+2.2%という潜在成長率も過小評価かもしれない。図を見る限り、パンデミックを契機とした労働市場の変容などを背景として米国の労働生産性(=時間当たり実質GDP)は明らかに主要国の中で頭抜けで上昇している。その分、潜在成長率ひいては中立金利も押し上げられているのではないか。少なくともドットチャートで示される longer run を中立金利と見なす議論に関しては、相当の幅を持って評価すべきであり、その「幅」もどちらかと言えば、上方向に想定した方が良さそうに思える。



冒頭述べたように、今回の結果は「中期為替相場見通し」で想定していた展開とほぼ一致する。それゆえ見通しの方向感に大きな影響は無いが、思ったよりも市場のリアクションが大きいため、見通しの水準感には影響が出る可能性も検討したい。総じて、FRB の利下げは 2025 年 1~3 月期に 1~2 回、同じ期間に日銀が利上げ方向に動けるとしてもやはり 1~2 回を想定したい。その結果、日米金融政策の縮小とこれに応じた円高・ドル安という分かりやすい地合いが保証されているのは今年度いっぱいになるというのが現状の「中期為替相場見通し」の基本認識である。

金融市场部
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に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18日	ドル霸権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	イスラエルと円の差を考える~貿易収支の大きな違い~
2024年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて~目指すは中立金利以下か? ~)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について~25年ポイント補足~
2024年12月9日	2025年見通しのポイント~金利編その②~
2024年12月6日	週末版(流動化する歐州政治とユーロ相場~内憂外患そのもの~)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント~金利編その①~
2024年12月3日	2025年見通しのポイント~需給編その②~
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	混沌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(ナローバスに嵌まる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(政治不安とトリブル安~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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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~思い出される潮代論と今後~
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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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	衰えなかつ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ヶ月~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? ~貰われるユーロ、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りリスクはあるのか
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	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(2024年7月分)
	ボスト岸田の考え方~金融政策の大勢に影響なし~
2024年8月14日	24年上半年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!」はいつまで続いか~「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	復活しつづかるインフレの輸入~利上げへの追い風~
2024年7月12日	本邦個人投資家の对外資金フロー動向(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~