

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無い。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でしょう。円安修正によ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でしょう。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。円安修正によ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% 超えの成長が常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)デフレーターが常時、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て上昇している。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。

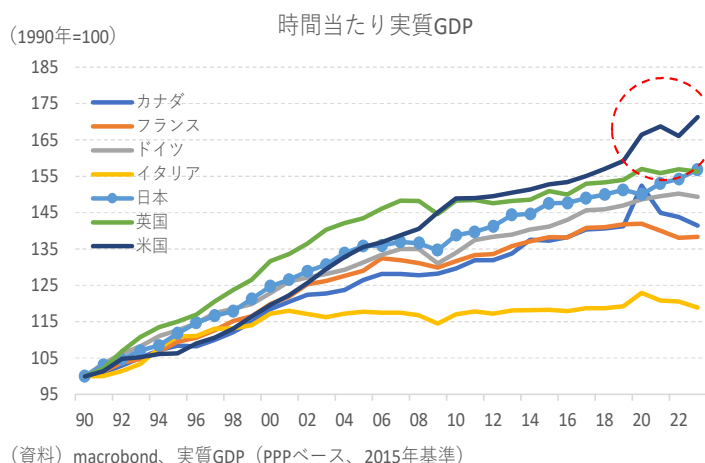
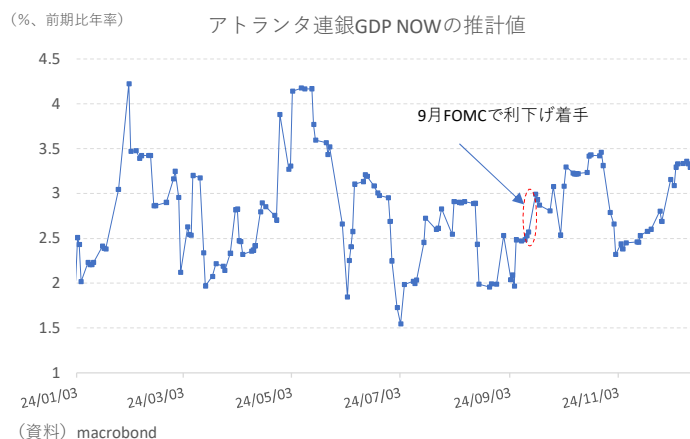
金融市場部

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18日 | ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権 |
| 2024年12月16日 | スイスフランと円の差を考える～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(流動化する欧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(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～) |
| 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～「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、「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～ |