

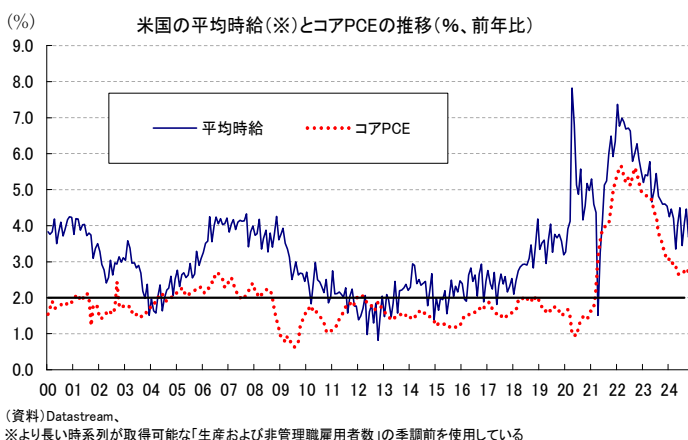
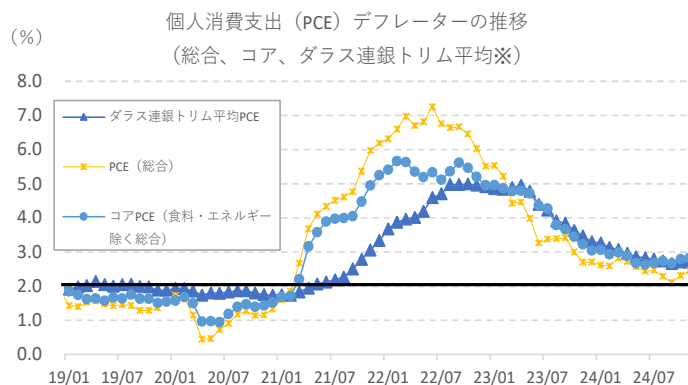
みずほマーケット・トピック(2025 年 1 月 30 日)

FOMC を終えて～近づく「利下げの終わり」～

1 月 FOMC は市場予想通り、現状維持を決定。パウエル FRB 議長が会見で「経済が堅調であるため、金利を調整するにあたって急ぐ必要はない」と述べる中、3 月や 5 月も現状維持を見込む向きが支配的。政策判断の要諦となるインフレ指標は総合で見ても、基調で見ても 2% 付近で下げ止まり、反転の兆しすら見込まれる状況。会見では移民政策を受けた労働供給制約への警戒感も示されるなど、堅調な雇用・賃金情勢への警戒は解けていない。今後も FRB のタカ派姿勢がトランプ大統領の志向と摩擦を起こす可能性が注目されそうだが、トランプ政権自身が終わらぬインフレの体現者である以上、金融政策の方向性は簡単に変わるまい。「大統領のドル安・低金利志向を受けて FRB の政策運営やこれに伴う為替動向に影響はあるか」と繰り返し照会を受けるものの、大統領として経済・金融情勢にそぐわない金利・為替動向を強いることはできない。引き続き争点は「利下げの終わり」の時期。ドル/円相場に目をやれば、「米国が利下げすれば円高に戻る」という解説がやはり適切ではなかったという結末が徐々に近づいている。

～6 月まで利下げはなし。堅調過ぎる米国情勢～

今週 28～29 日に開催された FOMC は市場予想通り、政策金利である FF 金利誘導目標は 4.25～4.50% で据え置いた。12 月に更新されたメンバーの政策金利見通し(ドットチャート)において 2025 年中の利下げが 2 回とされる中、市場の織り込みもほぼこれに沿っており、当面の政策変更は想定されていない。パウエル FRB 議長が会見で「経済が堅調であるため、金利を調整するにあたって急ぐ必要はない」と述べる中、3 月や 5 月も現状維持を見込む向きが支配的である。もちろん、この間にも不測の事態は頻発するであろうが、現状では利下げを促すような基礎的経済指標に乏しいのは間違いない。政策判断の要諦となるインフレ指標は総合で見ても、基調で見ても 2% 付近で下げ止まり、反転し始めているように見受けられる(右図・上)。その背景には依然として堅調な雇用・賃金情勢があり、平均時給もやはり反転の兆しが見受けられる(図・下)。既に軍用機を用いた移民の強制送還が実



行に移される中、労働供給制約は強まる見込みであり、パウエル議長も「国境を越える人の流れは非常に大きく減少しており、今後もそれが続く」、「例えば建設業で移民の労働力に頼っている企業が、急に人を集めにくくなっている」と労働需給逼迫に警戒感を覗かせている。

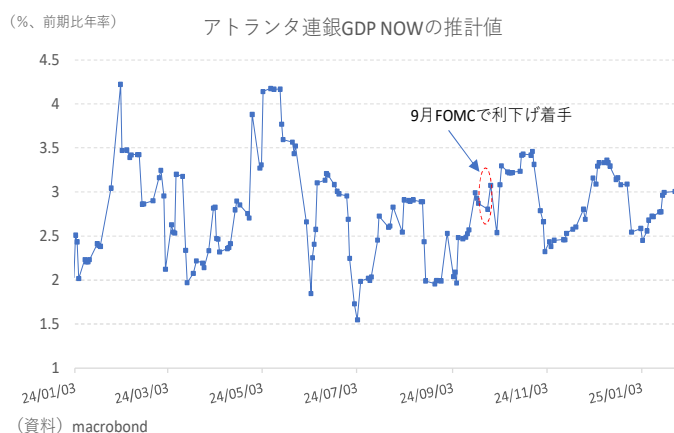
もちろん、利上げを受けた労働需要の減少も認められるところであり、だからこそ失業率は低下も上昇もせず安定しているわけだが、過去四半世紀の中で米国の雇用・賃金・物価情勢が最も強含んでいることは前頁図(下)からも明確である。この点、常々本欄で言及している「米国の生産性だけが図抜けて高い。よって中立金利も高まっている」という推論と整合的である。米国が利下げ路線を持続するにあたっては米国の経済・物価情勢は堅調過ぎると言っても過言ではない。

～トランプ大統領のドル安・低金利志向は影響せず～

今回はトランプ政権発足後、初の FOMC ということもあり関連質問が多く見られた。今後も FRB のタカ派姿勢がトランプ大統領の志向と摩擦を起こす可能性がたびたび注目されるだろう。しかし、あくまで重要な事実は、トランプ政権自身が終わらぬインフレの体現者であることに無自覚である以上、減税の恒久化や追加関税政策の断続的な実施が米国内の物価を上げることはあっても下げることはないという点である。政権のポリシーミックスに対して実体経済情勢はあくまで受動的であり、その実体経済情勢に合わせて中央銀行は政策運営を調整する。いくらトランプ大統領が「利下げを望んでいる」と希望しても、それは FRB にとって単なる感想であり、実体経済情勢に適した政策運営が執行されるだけだ。トランプ大統領就任前後から「トランプ大統領のドル安・低金利志向を受けて FRB の政策運営やこれに伴う為替動向に影響はあるか」と繰り返し照会を受けるが、大統領とて経済・金融情勢にそぐわない金利・為替動向を強いることはできない」としか言いようがない。

もちろん、パウエル議長の任期が来年に迫る中、今後、人事を通じた超法規的なアクションをもって利下げを強いるという場面が絶対に無いとは言えない。例えば今週、その就任が承認されたベッセント財務長官は就任前、米誌のインタビューで、早期に次期議長を指名して「影の議長」とすれば、パウエル氏の発言は注目されなくなるとの持論を展開したことで注目を集めた。確かにこのアプローチならば、FRB

が実際に政策金利を下げなくとも、ある程度、市中金利を抑制することは可能かもしれない。しかし、それとて持続性のあるものではなく、早晩、加熱する国内経済に配慮して金融政策は引き締め方向に戻されることになるだろう。現在、アトランタ連銀の GDPNOW は実質 GDP 成長率に関し、前期比年率で約+3.2%と試算されており、これは米議会予算局(CBO)の推計する潜在成長率よりも約+1 ポイントも高い。この状況が続くのであれば、むしろ利下げよりも利上げが検討されても不思議ではない。結局、「経済が堅調であるため、金利を調整するにあたって急ぐ必要はない」というパウエル議長の弁が全てであり、金融市場は「利下げの終わり」が争点化するタイミングを推し量るゲームを当面続けることになる。ドル/円相場に目をやれば、「米国の利下げ局面が来れば円高に戻る」と



いう定番の解説がやはり適切ではなかったという結末が徐々に近づいているように思える。

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
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	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/ドルのパリティ割れ
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	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繰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～