みずほマーケット・トピック(2025年3月24日)

インフレか、デフレか～FOMCを終えて～

3月FOMCは市場予想通り、現状維持を決定。ドットチャートも前回(12月)から横ばいだった。今回、ドットチャートよりも大きな注目集めたのはスタッフ経済見通しの改定である。総じて「成長率は大幅に引き下げ、インフレ率は高止まり」の修正が施されており、必然的にスタグフレーションというフレーズが取りざたされやすくなっている。不確実性評価も顕著に大きくなっており、「スタグフレーション的な雰囲気強いものの、不確実性が大きいため、今は確信がないため動けず」というのがFRBの基本認識となる。当面、金融政策の「次の一手」を読む上では関税政策が示唆するところをどのように解釈するかが重要になる。関税政策は短期的にはインフレ誘発的、中長期的にはデフレ誘発的であり、時間軸の置き方でその評価が変わる。関税政策が報道通りに執行されるならば、FRBはフォワードルッキングに利下げを決断した方が良い。しかし、朝令暮改はトランプ政権の常だ。どの国の、どういった財・サービスに、どの程度の関税が賦課されるのかが明らかになっていない以上、中銀が取れる選択肢は様子見以外にあり得ない。

～greater clarityを目指して動かず～

先週18～19日に開催されたFOMCは市場予想通り、FF金利誘導目標を4.25～4.50%に据え置いた。注目されたメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)の中央値は2025～2027年の各年末について「3.9%→+3.4%→+3.1%」

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2025	2026	2027	Longer run
Dec-23	3.625%	2.875%	—	2.500%
Mar-24	3.875%	3.125%	—	2.5625%
Jun-24	4.125%	3.125%	—	2.7500%
Sep-24	3.375%	2.875%	2.875%	2.8750%
Dec-24	3.875%	3.375%	3.125%	3.0000%
Mar-25	3.875%	3.375%	3.125%	3.0000%

(資料)FRB

と前回(12月)から横ばいだった(図)。中立金利と見なされる longer run の中央値が3.00%ゆえ、2027年末にはこの水準に到達することを意味する。いずれにせよ、年内2回利下げを示唆する状況から変わっておらず、この点で金融市場の反応は限定的なものにとどまっている。パウエルFRB議長は会見で「事態がより明確になる(greater clarity)まで待つ。その意味でFRBは良い立ち位置(well positioned)にある」と述べ、政策変更に関し「急いでいない」と従前の発言を重ねた。直前に行われた日銀会合における植田日銀総裁同様、トランプ政権の政策運営に伴って不確実性が「異常なほど高まっている」と指摘しており、それゆえに「待ちが得策」との姿勢である。結局、日米中銀会合はトランプ政権次第という材料を用いて現在の決断を保留し、今後の動静を注視するというカードを切った構図である。

強いて言えば、今回は毎月の保有債券のネット償還額の上限(保有残高の最大減少額)を米国債に関して「250億ドル→50億ドル」に引き下げる一方、住宅ローン担保証券(MBS)などについては350億ドルに据え置くことも決定している。パウエル議長はこの変更によって金融政策のスタンスやFRBの中長期的な資産規模が影響されることはないと言明しているが、金融市場の今回会合に対する評価はややハト派的な評価とならざるを得ないだろう。

～スタグフレーション的修正の読み方～

ドットチャートよりも大きな注目集めたのはスタッフ経済見通し(SEP)の改定だった(図)。2025～27年の実質GDP成長率見通しに関し、「+1.7% → +1.8% → +1.8%」と、前回(12月)からそれぞれ▲0.4%ポイント、▲0.2%ポイント、▲0.1%ポイント下方修正されている。ちなみに今回のSEPでは長期の成長率が+1.8%で

FRBの経済見通し(大勢見通し、%)、※2025年3月時点

	2025	2026	2027	長期見通し
実質GDP成長率 (12月時点)	1.7 (2.1)	1.8 (2.0)	1.8 (1.9)	1.8 (1.8)
失業率 (12月時点)	4.4 (4.3)	4.3 (4.3)	4.2 (4.2)	4.2 (4.2)
PCEインフレ率 (12月時点)	2.7 (2.5)	2.2 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
PCEコアインフレ率 (12月時点)	2.8 (2.5)	2.2 (2.2)	2.0 (2.0)	

(資料)FRB

設定されているため、予測期間中の米国経済はほぼ巡航速度で走り続けるという想定になる。片や、コアベースの個人消費支出デフレーター(以下、コアPCE)は2025～27年の見通しが「+2.8% → +2.2% → +2.0%」と、前回対比で2025年に限って+0.3%ポイント上方修正されている。まとめると「成長率は大幅に引き下げ、インフレ率は高止まり」の修正であり、必然的にスタグフレーションというフレーズは取りざたされやすくなる。SEPで提示されるFOMCメンバーによる不確実性評価「Diffusion indexes of participants' uncertainty assessments」はGDP、雇用、物価の全てで警戒感の高まりが確認できる。「スタグフレーション的な雰囲気強いものの、不確実性が大きいため、今は確信がないため動けず」というのがFRBの基本認識になる。

～関税政策はインフレか、デフレか～

金融政策の「次の一手」を読む上では関税政策が示唆するところをどのように解釈するかが重要になる。この点、パウエル議長はトランプ政権の関税政策に関し、「一時的なインフレ要因になる」ことを認め、インフレ抑制の試みが「年内鈍る可能性がある」と述べている。少なくとも短期的には関税政策はインフレ的であり、それゆえに現時点の利下げ決断は難しいという解釈になる。

もっとも、過去の本欄でも議論しているように、関税政策は短期的にはインフレ誘発的、中長期的にはデフレ誘発的であり、時間軸の置き方でその評価が変わる。金融政策はフォワードルッキングに動かなければならないのだから、中長期的な目線に立った上で利下げに邁進すべきというのが正論になる。この点は、先週19日、トランプ大統領がSNSで「米国の関税が経済に影響し始め中、FRBは金利を引き下げた方がはるかに良い。正しいことを行え」と述べていたことと整合的だ。

とはいえ、問題はそのトランプ大統領本人の言動がそもそも信用できないということだ。関税政策が「短期的にはインフレ誘発的、中長期的にはデフレ誘発的」という事実など、FRBにおいて分かり切った話であり、関税政策が現在報道されている通りに執行される確信があるならば、FRBはフォワードルッキングに利下げを決断した方が良い。しかし、朝令暮改はトランプ政権の常だ。どの国の、どういった財・サービスに、どの程度の関税が賦課されるのかが明らかになっていない以上、中銀が取れる選択肢は様子見以外にあり得ない。現に、4月2日に全容が発表されると言われる相互関税に関し、ベッセント米財務長官は「一部の国にとっては非常に低いかもしれないし、非常に高いかもしれない」とはっきりしない説明を繰り返しており、各国には「関税の壁」を回避するための交渉の機会が与えられるとも述べている。

要するに、4月2日にならなければ何も判明しないし、判明しても、交渉次第で可変的という情勢である。よって、次回会合以降も不透明感を理由とした現状維持は続く公算が大きいと言わざるを得ない。「関税政策はデフレ誘発的だからフォワードルッキングに利下げすべき」というのはこれらの流動的な情勢を敢えて固定化した目線で評価し、政策調整を決め打ちするという判断になる。しかし、仮にトランプ大統領が2026年秋の中間選挙を念頭に置き、自国民への負担が増えることを懸念した場合、関税政策が形骸化する展開もないわけではない。その際に利下げしていれば単に高止まりしたインフレを焚きつけるだけに終わる恐れもある。

現状、パウエル議長は「一時的なインフレ上昇に利上げで対応すれば、政策効果のラグもあって経済や雇用に不必要な負荷をもたらす」と述べているため、少なくとも「追加関税に応じた利上げ」に飛びつく雰囲気はない。しかし、追加関税の程度が分からない以上、「追加関税に応じた利下げ」についても及び腰にならざるを得ないのである。「フォワードルッキングな利下げ」はトランプ政権において「言うは易く行うは難し」であり、次回会合以降も「不透明なので現状維持」の選択肢が続く可能性はある。それは市場にとっては「利下げはできない」とのメッセージでもあり、含意としては米金利とドルが高止まりするシナリオを提供するものと考えられる。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか?
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか?
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づくと「利下げの終わり」～
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、円相場見直しポイント整理
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)