

みずほマーケット・トピック(2025 年 5 月 8 日)

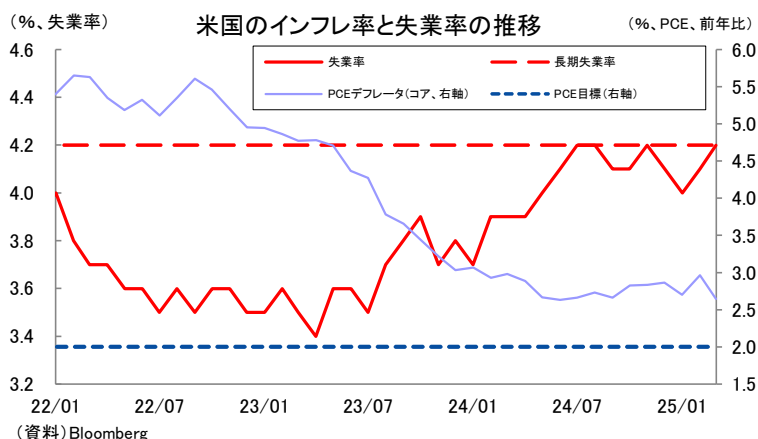
FOMC を終えて～デュアルマンデートの拮抗～

5 月 FOMC は現状維持を決定。声明文は「失業率とインフレ率の双方に関し上昇リスクが高まった」と指摘し、利下げで即応するような姿勢は見せていない。会見でもパウエル FRB 議長は「焦る必要はなく、忍耐強くいられると思う。データを見守るつもり」と現状維持の正当性を強調し、トランプ大統領からの利下げ催促に応じない姿勢を明確にしている。声明文やハードデータを踏まえる限り、現状はデュアルマンデート(雇用最大化・物価安定)が拮抗する状況。「雇用は下向き、物価は上向き」という綱引き状態がある中、現状維持は極めて真つ当な判断となる。いずれに大きく振れるのかは関税交渉次第であり、それゆえに「不透明」という状況が続く以上、今回のような情報発信は妥当。為替市場に目をやれば IMM 通貨先物取引に映る「史上最大の円ロング」は健在。しかし、こうした投機ポジションは果たして持続可能なのか。ドル売りが続くとしても、円買いが相応の規模で持続するという確証はないことに注意したい。

～デュアルマンデートが拮抗～

6～7 日に開催された FOMC は FF 金利の誘導目標を 4.25～4.50% に据え置くことを決定した。前回会合(3 月 19 日)直後の 4 月 2 日に相互関税相場が始まり、米国を筆頭に世界全体の経済が懸念される状況に至っている。この点、声明文は「失業率とインフレ率の双方に関し上昇リスクが高まった」と指摘し、利下げで即応するような姿勢は見せていない。会見でパウエル FRB 議長は「焦る必要はなく、忍耐強くいられると思う。データを見守るつもり」と現状維持の正当性を強調しており、総じてトランプ大統領が執拗に催促する利下げについて全く関心を寄せていない。ちなみに会見でパウエル議長はトランプ大統領と面会をしたこともないし、要請したこともないとも述べている。

声明文やハードデータを踏まえる限り、現状はデュアルマンデート(雇用最大化・物価安定)が拮抗する状況と見受けられる。前回の声明文では「雇用・物価双方に対するリスクに注視する」との表現にとどまっていたものが、上述したように「失業率とインフレ率の双方に関し上昇リスクが高まった」と明確な警告を示している。3 月のスタッフ経済見通し(SEP)では成長率の下方修正とインフレ率の上方修正が同時に行われ



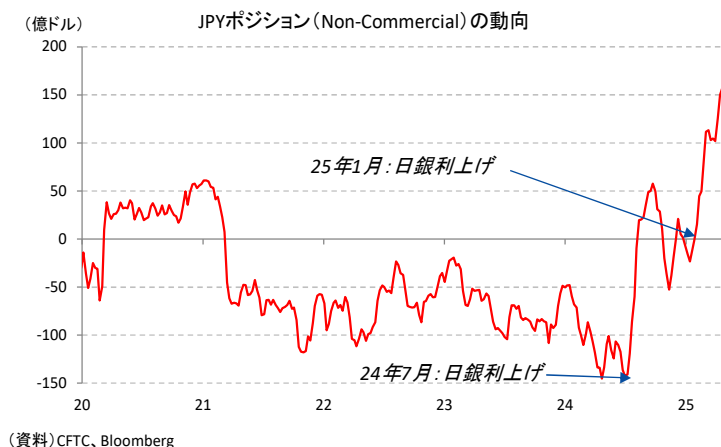
れ、スタグフレーションリスクの高まりが話題になったが、そのリスクは一層高まったというのが今回の判断だろう。現在、SEP が示す長期失業率が 4.2% であるのに対し 4 月雇用統計も 4.2% と中立的な水準にある。片や、コアベースの個人消費支出(PCE)デフレーターは直近 3 月分で前年比

+2.6%と依然、+2%からの乖離が見られる(前頁図)。見通せる将来において雇用悪化の可能性が高いとしても、物価は下がる見通しが立っていない。こうした「雇用は下向き、物価は上向き」という綱引き状態がある中、現状維持は極めて真っ当な判断となる。いずれに大きく振れるのかは関税交渉次第であり、それゆえに「不透明」という状況が続く以上、今回のような情報発信は妥当である。

もともと、現状では不透明感に応じて駆け込み対米輸出や国内の消費・投資が行われている部分もあり、ソフトエビデンス(景況感など)が劣化してもハードエビデンス(雇用・消費・貿易など)が付いてきているわけではない。特に遅行系列である雇用統計が最も大きな取引材料になりやすい以上、景気全体のリスクは下向きであり、予見すべき「次の一手」は利下げと考えるべきなのだろう。問題は、そのタイミングが交渉の内容と時期に完全に依存してしまっているという事実である。交渉の内容や時期を経済・金融分析の視点から合理的に予想することはできない。

～ドル売りと円売りは両立する～

定点観測されている通り、IMM 通貨先物取引における円の対ドルポジションは、歴史的な高水準に積み上がったまま膠着している(図)。これは①日米金融政策の縮小、②国際的なドル離れの2点に賭けた動きと考えられている。②は依然ナラティブの域を出ない材料と言えるが、4月以降のトランプ政権の挙動を踏まえる限り、基本的に②は食い止めたいのだろう。片や、①の確度も小



さくなってきているようにも感じられる。確かに、現状の日銀は『基調的な物価上昇率』は弱まっているが利上げ時期は後ずれしないとタカ派姿勢を崩していないが、市場では「年内利上げは潰えた」との思惑も強い。その上でパウエル議長の任期中にFRBが複数回の利下げを行えるのか疑わしい状況にある。こうして考えると「史上最大の円ロング」の持続可能性はやはり疑わしい。

もちろん、②の震度が極めて大きいものであり、テーマとして捨て去るには危険性が高いのは事実だろう。よってドル売りを主軸とする取引の潮流は当面続いてしまう可能性はある。しかし、そうだとした場合その相手方として「円買い」が正しい選択なのか。昨日の本欄で議論したように、過去1週間でアジア通貨が騰勢を強めたが、円はさほど上昇していない。それは「史上最大の円ロング」がストレスになっているからではないのか。ドル売りと円売りは両立するものであり、日本のファンダメンタルズを踏まえれば、ドル/円相場の続落には賭けられない。

国際為替部

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5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラールゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適応する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
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「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、バリエ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「プラザ合意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/ドルのバリエティ割れ
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？