

みずほマーケット・トピック(2025 年 7 月 31 日)

FOMC を終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～

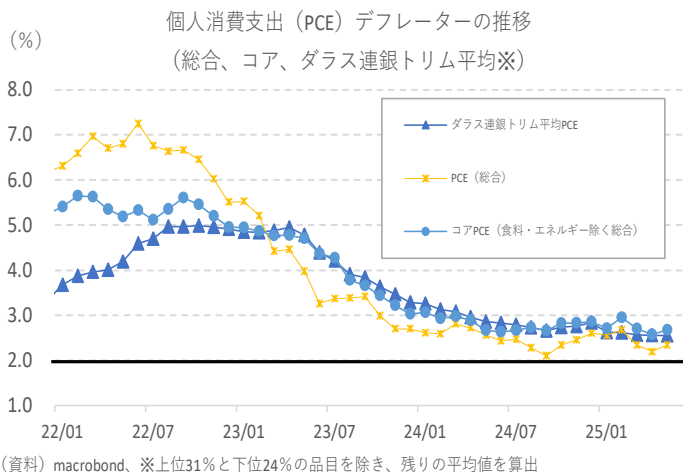
FOMC は現状維持を決定。理事 2 名の利下げ主張は獵官活動の色味もありそうで額面通り受け止めは難しい。一時 0.8 回程度まで織り込まれていた 9 月利下げに関し、パウエル FRB 議長からそれを示唆するような発言が見られず、米金利は上昇、株は売られ、ドルは買われている。もっとも、ウィリアムズ NY 連銀総裁が述べていたように、年末から来年前半にかけてトランプ関税の価格転嫁が始まるのだとすれば年明け以降は 3% 台のインフレ率を横目に政策を行うことになる。この予想が正しいとすると厄介な事態に陥る。というのも、「今年の年末から 2026 年上半期」という時期はポスト・パウエル体制への思惑も強まっていることも予想されるためだ。結果、「人事により利下げの確度が増す一方、統計(関税インフレ)がそれを正当化しない」という状況が出現する。「本格的にインフレが加速する前に利下げする」という理屈は一見倒錯しているものの、複雑な政治状況も踏まえれば十分考えられる理屈。年内 1 回の利下げは予想。

～9 月利下げへの情報なし～

7 月 29 日から 30 日にわたって開催された FOMC は、FF 金利誘導水準を 4.25～4.50% に据え置いた。折に触れてトランプ大統領に寄り添った発言を繰り返してきたボウマン FRB 副議長とウォラー FRB 理事の 2 名が ▲25bp 利下げを主張して反対票を投じたものの、議長人事も念頭に置いた獵官活動の色味もありそうで額面通り受け止めは難しい(理事 2 名が反対票を投じるのは 1993 年 12 月以来)。金融市場において一時 0.8 回程度まで織り込まれていた 9 月利下げについては、パウエル FRB 議長からそれを示唆するような発言が見られていない。従前の米 4～6 月期実質 GDP の強い仕上がりも意識された可能性はあるだろう。総じてタカ派的との受け止めから米金利は上昇、株は売られ、ドルは買われている。

～不安視される年末以降のインフレ率～

議長会見でも言及されていたように、関税引き上げによるインフレへの影響(具体的にはその時期や度合い)が読めないため、動けないというのが今の FRB の本音に近そうではある。直近 6 月分の消費者物価指数(CPI、食料・エネルギー除くコアベース)は前年比+2.8%と大きく跳ねているわけではないが、遅かれ早かれトランプ関税の価格転嫁は少しずつ始まることになる。トランプ政権は調査や監視を通じて、その動きをけん制す



る姿勢だが、限界はあるだろう。現状、その動きがさほど問題になっていないのは、米国内で活動する企業は関税実施前に前倒しで商品を仕入れ、潤沢な在庫を抱えているためと言われている。当然、保有在庫の原価はまだ「関税前」であるから、初期段階である現時点でインフレへの影響は出ようがない(また、一部関税は段階的導入や例外措置があるため、やはり転嫁は限定的になる)。

しかし、関税の全てを企業部門が飲み込むわけにはいくまい。7月中旬の学会での講演において、ウィリアムズ NY 連銀総裁は「全体として、関税は今年下半期から来年前半にかけてインフレ率を約+1%ポイント押し上げる」と述べている。この予想通りに行けば、今年の年末から 2026 年上半期にかけて米国のインフレ率は一時的に 3% 台で定着する時間帯が到来することになる。

～非常に厄介な状況に

このウィリアムズ予想が正しいとすると、極めて厄介なことになる。というのも、「今年の年末から 2026 年上半期」という時期はポスト・パウエル体制への思惑も強まっていることも予想される。結果、「人事により利下げの確度が増す一方、統計(関税インフレ)がそれを正当化しない」という状況が出現する可能性が出てくる。その際、金融市場はどう受け止めるだろうか。恐らく「インフレを無視した利下げは持続不可能」との織り込みを進めるはずであり、米金利は下げ渋り、ドルは堅調を維持するのではないか。ウィリアムズ予想を額面通り受け止めると、2026 年末まではベース効果によりインフレ率は高く出ることになる。とはいえ、関税を受けた実質所得環境の悪化を踏まえれば、インフレ率には下押し圧力もかかり、思ったほど転嫁されない可能性もある。実際の影響は(FRB もそうであるように)分からないことが多過ぎるのである。しかし、「まだ起きていない企業による価格転嫁が徐々に始まる」というのは事実であり、今のインフレ率に鑑みれば 3% 台に乗せることは十分考えられる。3% 以上のインフレ率を横目に連続的な利下げは難易度が高いと考えておくのが常識的だろう。もちろん、FRB は「関税によるインフレ押し上げは一過性」と抗弁するであろうし、それは正しい説明でもある。しかし、インフレ指標の上振れに対して金融市場はヒステリックに反応するだろうし、「インフレ下での利下げ」を強行した場合、インフレ加速懸念から金利が急騰する危険性もある。

これらの状況を総合すれば、FRB として合理的な一手は「関税の影響が顕現化する前に利下げしておく」ということではないか。本稿執筆時点で 9 月の利下げ織り込み(OIS ベース)は 0.6 回程度まで後退しているものの、10 月や 12 月には 0.8~1.5 回程度まで織り込まれている。「本格的にインフレが加速する前に利下げする」という理屈は一見倒錯しているものの、複雑な政治状況も踏まえれば十分考えられる理屈になってくるように思える。

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7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貰かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンデートの拮抗～
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「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(世界に拡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	インフレに適應する家計部門～「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