

2025年5月8日

りそなホールディングス 市場企画部
チーフストラテジスト 梶田伸介

為替:無風 FOMC に宿る利下げへの道標

雇用とインフレの目標への距離を重視

要約

- パウエル FRB 議長はインフレと雇用の政策目標からの距離を重視。雇用に先行するクレジット環境の悪化が鮮明であり、雇用の大幅な悪化が見られれば早期利下げの可能性はあろう
- 早期利下げとなっても、既にマーケットは年内3回程度の利下げを織り込んでおり、ドル円へのインプリケーションは限定的。日米金融政策織り込みの観点から140円台をコアとした推移が見込まれる

5月FOMCは様子見姿勢を強調

FOMCは市場予想通り現状維持で無風の結果となった。注目は以下3点。

① 様子見姿勢の強調

パウエル議長の記者会見は、様子見姿勢を意図する“wait and see”を連呼し、今は政策を見極める良い時期にあるということを強調した。背景としては、これまでのところ景気が底堅く推移していること、今後の関税交渉次第で景気・物価に与えるインパクトに大きな変化が出てくることを挙げた。1-3月のGDPについてはセンチメントが悪化していることが今後の実体経済に与える影響を懸念する質問もあったが、直近はセンチメントと消費支出の相関が低いとして然程警戒感は見られなかった。

② インフレと雇用の政策目標からの距離を重視

どのタイミングで利下げを検討するのかに類する質問が相次いだ。声明文では「より高い失業率とより高いインフレのリスクが上昇」とのコメントが加わったが、記者会見ではこのリスクが現在は等距離にあるとした。そしてもし等距離であれば判断は様子見、一方労働市場に著しい悪化があればその支援をしなければならないとコメントし、「その時期にインフレが悪化しないことを願う」とした。今後はインフレと雇用の悪化度合いを見極めて政策判断をすることになるであろう。

③ 大統領との関係はノーコメント

トランプ大統領による政策介入について聞かれたが職務を全うとのコメントに終始。大統領との会談がないことについて、会談をする場合は基本的にはFRB議長ではなく大統領が提案するものとの認識を示した。

金融政策へのインプリケーション

目先の金融政策を考える上では、②で挙げられた政策目標への距離という観点で、雇用の悪化とインフレの上昇にラグが出る可能性に注目したい。既に関税引き上げがスタートしているが、インフレについては、これまで関税引き上げ前の前倒しの消費や輸入が実施されていること、上乗せ関税に関しては今後の交渉次第で調整が見られ決着には時間がかかり、企業による価格転嫁が足もとで急速に進む可能性は低いであろう。

一方、雇用については、先行き不透明感強く、今後リストラの動きが加速し、雇用の悪化が鮮明となる可能性は意識される。雇用の先行指標としてみているクレジットスプレッドは直近悪化が鮮明となっている(図表1)。雇用の悪化が急速に進めば、インフレ上昇との間にラグが生じることになり、利下げが先行することが予想される。

過去の例を見ても雇用は悪化が進むとスピードは速く、早期利下げも想定される。これまで強かったからと予断を持たずに精査していきたい。パウエル FRB 議長が記者会見で雇用データの例として挙げたのはシンプルに雇用者数、賃金、新規失業保険申請件数、レイオフのような数字であった。特に新規失業保険申請件数は速報性もあり注目していきたい。

図 1：失業率に先行するクレジットスプレッドの悪化傾向が鮮明



金融政策から見たドル円

昨日の米国マーケットでは6月利下げ確率が33.0%から23.8%に低下し、年内の利下げ回数も3.1回程度となっている。逆に言えば、今後経済指標が冴えず、上述のインフレと雇用のラグ等の動きが見られれば、再び利下げ期待が高まる可能性はある。但し、景気がリセッションまでは至らないこと、先行きのインフレ懸念が残ることを踏まえると、市場の想定するような年内3-4回の利下げよりは、利下げ幅は限定的なものとなるとみている。指標悪化の場面では大幅な利下げが織り込まれる格好でドル円下落の材料となる可能性はあるが、徐々に下げ渋るであろう。

図表2はマーケットが見る長期的な金融政策水準(2年後3か月の3か月物金利)とドル円の関係である。現状米国では3.37%、日本では0.66%となっている。当社は米国の中立金利水準を3.5%程度、日本の中立金利水準を1.00%水準と置いている。米国金融政策面から見ればドル高圧力がある一方、日本からは円高圧力があるといえる。金利格差の観点からはドル円に強い方向感が出にくい状況にある。引き続き関税や経済指標ヘッドラインで右往左往の展開が見込まれるが、140円台の水準をコアとした推移を想定する。

図 2：日銀の織り込みに円高圧力、FRBの織り込みに円安圧力でドル円方向感出ず



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。