

みずほマーケット・トピック(2022年2月8日)

## 為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？

世界的な金利上昇圧力に押され日本国債の金利も上昇している。目下、0.25%での指値オペ実行に注目が集まるが、そうなった場合の為替市場の反応は注視したい。言うまでもなく「金利が上がったら無限介入で押さえて貰える」という思惑が先行する債券市場は健全ではない。その猜疑心は金融政策による価格統制が及ばない為替市場や株式市場において円売りや日本株売りとなって現れる恐れがある。実際、昨年来の金融市場では「債券で表現できないことを為替や株で表現している」という部分は多分に感じられ、筆者はそれを「日本回避」の兆候として注目してきた。厳格なコロナ対策の結果が現状の冴えない経済・金融情勢なのだとして為政者が危機感を抱くべきだが、高支持率の上、金利上昇も抑制されているため、実情が伝わりにくくなっている。しかし、円安が続けば、国民の生活実感悪化を通じて世論が動き、政府も動くかもしれない。とはいえ、円安抑制のために金融政策を調整することも後々を思えば諸刃の剣である。

### ～指値オペ、金利水準より為替水準に課題～

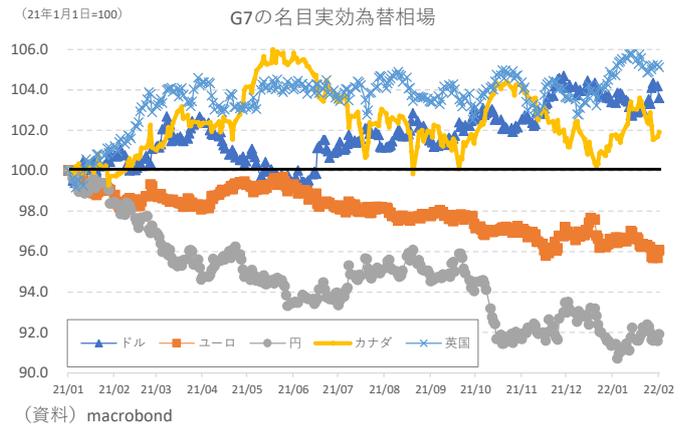
世界的な金利上昇圧力に押されて、日本国債の金利も押し上げられている。10年金利は0.20%台に乗せ、イールドカーブコントロール(YCC)の許容上限と見られる0.25%に接近している。市場では0.25%の指値で無限に国債購入を行うオペ(以下指値オペ)を公言しており、現行枠組みにおいてはあと5bps程度しか上昇余地はない。目下、債券市場を中心に指値オペの有無が注目されるが、あろうとなかろうと金利水準はいずれ落ち着くだろう。もちろん、指値オペを使えば0.25%より上に金利が上がることはないが、使わなくても時間が解決する公算が大きい。現在の円金利上昇の背景には銀行部門を筆頭とする本邦機関投資家において期末ゆえに抱える事情もあると推測される(海外金利急騰によってリスク許容度が損なわれている投資家は相応に存在するだろう)。普段ならば「買い手」に回るべき主体が季節的な理由もあり動けないという事情もありそうだ。

よって、指値オペを打たないに越したことはないと思える。だが、仮に打った場合、気になるのは金利よりも為替の水準である。

### ～債券の代わりに為替や株が売られるだけ～

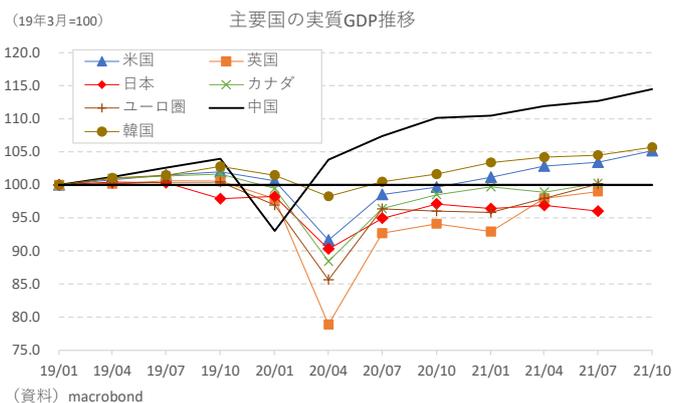
言うまでもなく「金利が上がったら無限介入で押さえて貰える」という思惑が先行する債券市場は健全ではない。その猜疑心は金融政策による価格統制が及ばない為替市場や株式市場において円売りや日本株売りとなって現れる恐れがある。実際、昨年来の金融市場では円金利が落ち着く一方、円や日本株のパフォーマンスは国際的に見て明らかに劣後してきたが、「債券で表現できないことを為替や株で表現している」という部分はあるように感じる。この点、筆者は「日本回避」が取

引のテーマになっていると整理してきた。慢性化する根拠薄弱な行動規制や入国規制は明らかに日本経済の活力を奪っている。昨日の日本経済新聞朝刊では『『コロナ鎖国』で日本離れ』という率直な見出しと共に日本に見切りをつける外資系企業の動きが報じられたが、こうした動きは既に金融市場では先行して起きていた。過去1年間で名目実効円相場が▲6%以上も下がったり、G7の株価指数で唯一前年比を割ったりするのはやはり日本固有の要因が悲観されていると考えるのが自然であろう(右図)。例えば、世界的に株価が下落したとは言っても、他のG7諸国は前年比+10%以上の上昇幅を残しており、前年比横ばいなし下落の日本とは大分距離がある。資源高や変異株による感染拡大といったグローバルなテーマは日本株低迷の言い訳にならない。あくまで日本固有の要因が嫌気され、自由に売買可能な円や日本株にその思惑が出ているだけではないかと思われる。



～急性的なダメージは回避も、慢性的なダメージが蓄積～

本来、こうした危うい政治・経済の状況に対しては金利上昇（債券価格の下落）こそ最も音量の大きな（最も实体经济を痛めつける）アラームになるはずだが、指値オペがある以上、このアラームは機能しない。結果、為政者が实体经济にまつわる危機感を抱きにくい状況が続く。だからこそ今も漫然と入国規制や行動規制を継続できているとも言える。金利急騰で国内の消費・投資意欲がダメージを受ける状況で現行の引き籠り政策を貫くのは難しいだろう。しかし、金融政策の効果で金利上昇による急性的なダメージは押さえられているとしても、現在の厳格なコロナ対策を続ける限り、消費・投資意欲が停滞し続け慢性的なダメージが蓄積されていくという事実は残り、内外格差は開くばかりになる。実際、コロナ前のGDP水準を未だに回復できていない先進国は日本くらいであり、稀な存在である(図)。



厳格なコロナ対策の結果が現状の冴えない経済・金融情勢なのだという危機感を為政者が感じ取れなければ、慢性的なダメージの蓄積は続くしかない。支持率低下などの世論が政策修正を強

いるアラームになるのが一番早いのだが、保守的な高齢者層が多いという人口動態要因なのか、元々の国民性なのか定かではないが、厳格なコロナ対策が経済の活力を奪っても、政権を支持する向きは未だに多い。本来は大衆が支持しても、「正しい方向」を向かせ、それを決定するのが政治の役割だと考えられるが、国政選挙直前にそのような挙動は期待できないだろう。

### ～アラームの役割は円相場～

かかる状況下、アラームの役割は円相場に託されると筆者は考える。株価の持続的な下落も本来政治的には受け入れがたいはずだが、「株主資本主義からの転換」を標榜する岸田政権下では大したアラームにならないだろう。そもそも日本の家計金融資産の10%未満しか株式は保有されていないという事実もある。だが、為替の乱高下は国民生活と密接な関係を持つ。名目・実質双方のベースで円安が進むことは徐々に大きなアラームとして作用するだろう。近々打たれる可能性がある指値オペは確実に0.25%で10年金利の上昇を止めるだろうが、そうした政策運営が余計に円売りを焚きつける恐れがある。この円売りには2つの理由が考えられる。

1つは金利差拡大からの円売り、もう1つは「日本回避」という思惑の強まりからの円売りである。前者が意識されることは避けられまい。10年金利差は元より、足許では2年金利差も急拡大しており、類似の展開は対ドイツ金利でも見られる。他国が利上げ着手を示唆する中で人為的に金利を押さえるという行為は当然、複数通貨に対する円売りを引き起こすだろう。



もともと、そうした内外金利差拡大に応じた円売りは短期的な動きかもしれないが、より長期的かつ構造的な視点として「この期に及んで緩和を継続しようとする日本」への猜疑心が円売りも懸念したい。本来、債券市場は金利の上下動を通じて当該国の経済・金融情勢を映し出すものだ。だからこそ金利は「経済の体温」などと形容される。欧州債務危機などで見たように、債務の返済可能性に疑義のある国は金利上昇を通じてその状況にアラームが鳴らされる。だが、日本ではそのアラームが政策的にオフにされており、市場の思惑は反映されない。日本の政府債務の持続可能性はここで議論しないが、市場は分からないこと、不透明なことを最も嫌う。インフレ高進がテーマになる世界で長期金利を抑制する行為は市場にとってストレスであり、そのストレスは株や為替などで発散されやすくなる。繰り返しになるが、過去1年で近いことが起きているように感じる。

### ～指値オペは逆に緩和終了を早める可能性～

こうした基本認識の下、筆者は指値オペ実行は円売りの引き金を引く可能性が大きいと考える。円安発・輸入物価経由の物価上昇は確実に市井の人々の生活を直撃する。日本の賃金・物価は上がらず、海外のそれは急騰しているので実質ベースでは名目ベース以上に円安が進む。そこに資源高も重なるので生活実感は確実に悪化するだろう。それでも岸田政権の支持率が厳格なコロ

ナ規制を支持して高止まりするなら政治的には耐えられるが、流石にそうはならないのではないかと。「悪い物価上昇」や「悪い円安」といったフレーズが生活実感の悪化に直結し、支持率を下げ始めた時、政治は無視できなくなる。金融政策も調整を迫られるだろう。

もともと、「為替を理由に金融政策が動いた」という実績は金融市場の抱く「催促すれば貰える」という投機的思惑を強める懸念も大きい。円高に逐一对応した白川前体制の日銀が執拗にカード（緩和手段）を奪われていったように、円安に対応してくれると思われれば市場は円売りで攻め続け、引き締めカードを求め続けるだろう。真っ当に考えれば YCC における操作対象年限の短期化（10年→5年）などで円金利全般を押し上げる行為が最初の一手として考えられるが、それで急場を凌いだとしても次は「マイナス金利解除」を求めるだけだろう。挙句、プラス圏での利上げまで求められるかもしれない。金融政策が為替市場の期待に付き合うと際限がない。

そこまでの展開を想定するのはまだ先の話としても、仮に今の金利上昇圧力に対して指値オペを実行してしまうと、逆に日銀が緩和路線を貫くのが難しくなるという未来が見えるように思う。

市場営業部・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](mailto: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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は?～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見直し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク?～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰報報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試験に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本場の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか?
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か?
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか?
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも?～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見直し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに入ロムード～