

みずほマーケット・トピック(2024年3月18日)

## 「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場

マイナス金利解除は「日銀発の円高材料出尽くし」という解釈が先行し、決定後は円安が加速するという「噂で買って、事実で売り(Buy the rumor, sell the fact)」の典型になるというのが筆者の考えであった。だが、各社からマイナス金利政策の解除を決め打ちするような観測報道が相次ぎ、既に金融市場では政策決定前に織り込みを完了したかのような雰囲気漂う。これまでマイナス金利解除観測に円高で反応していた為替市場も、もはや意に介する様子が見られず、足許では149円付近まで値を戻している。相場格言で言えば、「噂で買って、事実で売り」という定石ではなく「噂で売って、事実でも売り(Sell the rumor, sell the fact)」というコースに入っていないか。これ以上の円安相場を回避したい日本の台所事情を考慮すると、「金融引き締めで円高をけん制する」という経路はリークによってハードルが上がっている。例えば、今回の会合に関して言えば、マイナス金利政策の解除を超えるタカ派色の強い決定を出さない限り、円売りを招く公算が大きい。5%超えの春闘がどれほど日銀の背中を押すのかが注目される。

### ～「噂で売って、事実でも売り」～

過去の本欄でも論じてきたように、マイナス金利解除は「日銀発の円高材料出尽くし」という解釈が先行し、決定後は円安が加速するという「噂で買って、事実で売り(Buy the rumor, sell the fact)」の典型になるというのが筆者の考えであった。だが、周知の通り、3月18～19日開催の日銀金融政策決定会合に関し、各社からマイナス金利政策の解除を決め打ちするような観測報道が相次いでおり、既に金融市場では政策決定前に織り込みを完了したかのような雰囲気が漂う。これまでマイナス金利解除観測に円高で反応していた為替市場も、もはや意に介する様子が見られず、足許では149円付近まで値を戻している。各社のヘッドラインからは確信を感じられるものが多く、同じ会社が複数回の解除観測を報じるケースまで見られている。相場格言で言えば、「噂で買って、事実で売り」という定石ではなく「噂で売って、事実でも売り(Sell the rumor, sell the fact)」というコースに入っていないか不安を覚える。

### ～リークに伴う余計なリスク～

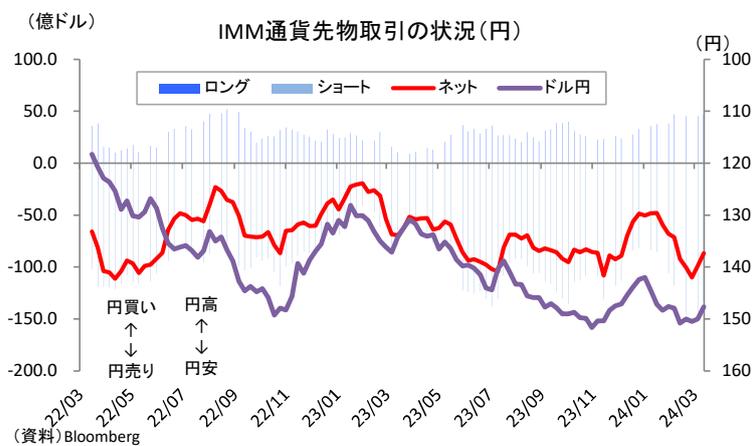
巷説で指摘される通り、植田体制発足後、観測報道は明らかに多くなっている。市場参加者における会話でも「直前のリーク待ち」というフレーズが当たり前のように使われるようになっており、それが植田流の政策運営という解釈が浸透しているようにも思える。もちろん、リークに絡んだ真偽は筆者の知るところではないし、日銀にとっては17年ぶりの利上げであるため万難を排したいという胸中も理解できる。但し、足許以上の円安リスクを回避したい日本の台所事情を考慮すると、「金融引き締めで円高をけん制する」という経路はリークによってハードルが上がっているのは否めない。例えば、今回の会合に関して言えば、マイナス金利政策の解除を超えるタカ派色の強い決定を出

さない限り、円売りを招く公算は大きい。文字通り、「噂で売って、事実でも売り」である。故意にしろ、過失にしろ、事前に決定内容をリークしてしまうとそうした余計なリスクが付いてくる。

### ～連続利上げという円高リスクは健在～

もはや 3 月会合の注目はマイナス金利政策の取り扱いではなく、その後の運営、具体的には追加利上げの有無についてどのような情報発信があるのかに集まっている。もちろん、不連続な政策運営が否定されている以上、マイナス金利政策が解除されても「引き続き緩和的な金融環境を維持」という発言でバランスを取るというのがメインシナリオになる。しかし、先週 15 日、連合から公表された 2024 年春季労使交渉の第 1 回回答の集計結果は平均 5.28%と 5.66%だった 1991 年以來 33 年ぶりに 5%を超えた。今年 1 月時点の日経センターの事前予測が 3.85%、その後のエコノミスト予想も 4%に集中していた経緯を思えば、5%は上振れと言って差し支えない。

そもそも春闘の結果がどうあれマイナス金利政策の解除とこれに伴うイールドカーブ・コントロール (YCC) およびフォワードガイダンス (「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」、以下 FG) 撤廃が既定路線と考えられていたことを思えば、必然的に「それ以上の回答」が出てくる可能性はゼロではない。具体的には短期金利



に関し、連続利上げが示唆されるような未来は引き続き強烈な円高リスクとしてシナリオに注記すべき論点である。3 月 12 日時点の IMM 通貨先物取引の状況を踏まえると、依然として対ドルの円売り持ち高は解消が進んでいるものの、まだ大きい(図)。

### ～今後も国債市場への関与は続く～

もっとも、メインシナリオはマイナス金利解除・YCC および FG 撤廃を決定しつつ、あくまで緩和環境の維持を強調する路線だろう。厳密にはこれに上場投資信託 (ETF) や不動産投資信託 (REIT) の買い入れ停止も決定事項として加わる可能性があるが、それは現実の追認であり、サプライズはない。事前報道でもさほど話題を集めていないことを見る限り、自明の前提という位置づけだろう。

いずれにせよ、3 月会合を経て短期金利(無担保コールオーバーナイト金利)はゼロもしくは +0.1%へ引き上げられ、長期金利(10 年債利回り)の上限目途(1%)も引き上げられるだろう。だが、それらの決定を経ても日銀が発行残高の半分以上(約 600 兆円)の国債を保有している現実は直ぐには変わらないため、日銀の国債市場への介入は今後も続かざるを得ない。この点、日本国債価格が市場機能で決まるというのは遠い未来の話である。制度としての YCC がなくなってもイールドカーブのコントロールは何らかの形で必要であり、既に各社が観測を報じる通り、国債購入は増減を伴いながら継続することになるだろう。例えばストッパーとしての指値オペも残る可能性が高い。

日銀の正常化は恐らく、これから到来する FRB の利下げ局面が一巡して次の利上げ局面が始

まっても恐らくは完了していないだろう。それほど長い時間軸で見ておくべき話であり、通常の中央銀行の利上げ・利下げサイクルとは性格の違うイベントである。そう考えると、日銀の政策運営だけを理由として円高が進むにしても自ずと限界はあるだろう。『中期為替相場見通し』は日米金利差の顕著な縮小が難しく、需給環境においても円売り超過が続く以上、ドル/円相場は 140 円を割り込めれば御の字ではないかと考えている。

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](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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版( ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版( マイナス金利解除と円相場との関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版( ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版( ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版( 能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版( 本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版( ECB政策理事会を終えて～「利上げ」利下げの考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版( 円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版( ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版( 貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版( 本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版( 23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版( ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版( 日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか?
2023年9月15日	週末版( ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)