

みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 23 日)

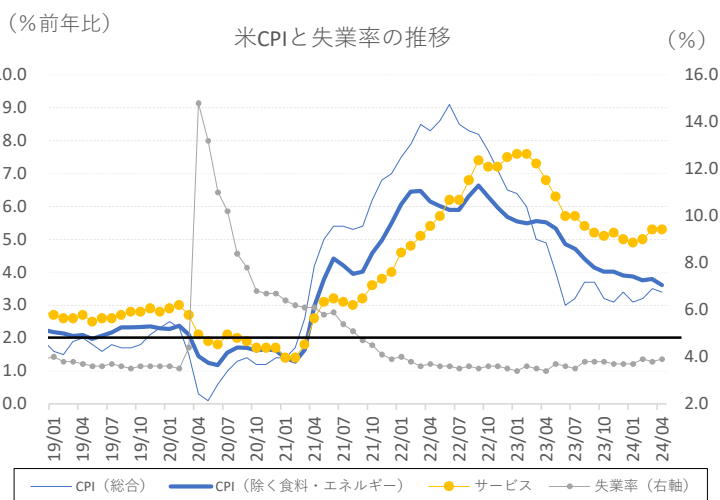
金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～

FOMC 議事要旨は米経済の力強さを確認し、追加利上げの可能性にすら言及するタカ派色の強い内容であったが、最近の米経済指標の弱さもあって米金利はさほど上昇していない。片や、昨日の日本では金利上昇が話題となっており、新発 10 年物国債の利回りが 11 年ぶりの 1%に到達している。通貨防衛を念頭に市中金利が上昇する展開は教科書通りでもあり、意外感はない。むしろ、意外感があったのは為替市場だ。日米金利差縮小が意識される展開にあったにもかかわらず、ドル/円相場は上昇している。そもそも過去 1 年間を振り返れば日米金利差とドル/円相場にそこまで安定した関係はないのだが、依然として市場では両者の安定した関係に期待する論調は根強い。昨日のような「ねじれ」が慢性化すれば一段と金利差以外の円安要因に注目が集まりやすくなるだろう。なお、「拡大した日米金利差が円安の要因」という定説を為替市場が信じるほど、日銀に求められる利上げ幅は大きくなる現状には要注意。

～追加利上げ示唆も市場は落ち着き～

昨日公表された FOMC 議事要旨(4 月 30 日～5 月 1 日開催分)からは改めて FRB の利下げが難しそうな実情が透けた。スタッフ経済見通しの項目において「Several participants commented that growth of aggregate demand would likely have to slow from its strong pace in recent quarters for inflation to move sustainably toward the Committee's goal」と明記されたことが印象的であり、裏を返せば米国経済の現状が力強い総需要で支えられている様子が確認された。さらに同じ項目の結びの部分には「Various participants mentioned a willingness to tighten policy further should risks to inflation materialize in a way that such an action became appropriate」と追加利上げの必要性にまで言及する参加者が複数存在したことも明らかになっている。総じてタカ派色の強い内容だった。

もっとも、周知の通り、この FOMC から 2 週間後となる 5 月 15 日には米 4 月消費者物価指数(CPI)の減速が確認されているため、経済・物価情勢の減速が実現しつつあるという見方も足許では可能である。今回の議事要旨を受けて米金利がさほど上昇していないのは、直近の経済指標を重く見ている金融市場の胸中を反映しているのだろう。とはいえ、追加利上げを要求するようなインフレ警戒感が単月の CPI 減速だけで払拭できるのか。基本的に早期



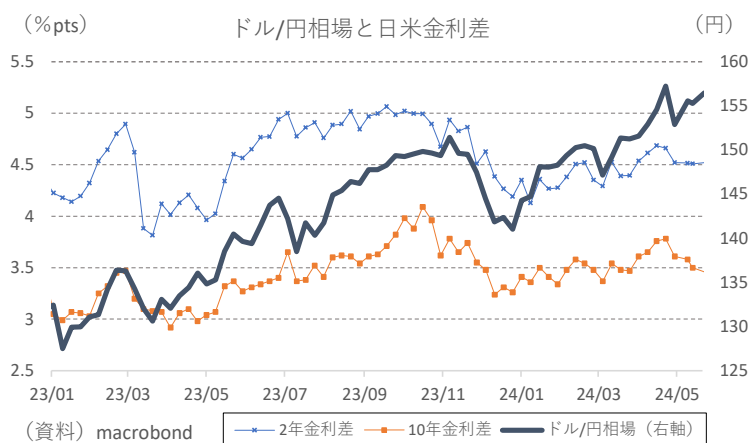
(資料) macrobond

利下げの難しさを訴える内容であったことを為替見通し上、留意すべきだろう。現状の CPI を見る

限り、賃金の騰勢を反映するサービス物価は下げ渋っており、失業率も横ばいが続いている(前頁図)。議事要旨では名目賃金の伸びが緩やかになっていることについて言及も見られているが、これがサービスを含む CPI の押し下げに顕著に繋がっているわけではない。年内利下げパスは文字通り「data dependent」であるはずだが、市場予想通りの 1~2 回とした場合、最速で 9 月に 1 回目、次に 12 月に 2 回目といったスタッフ見通し改定に合わせたペースが無難と見受けられる。

～金利差縮小でも進む円安～

片や、昨日の日本では金利上昇が話題となった。長期金利の指標となる新発 10 年物国債の利回りは 22 日午後に 2013 年 5 月以来、11 年ぶりに 1% をつけた。円安対応として警戒される日銀の国債買い入れ減額がいつ、どの程度になるのか読めない中、昨日は超長期債(40 年債)の入札が不調となり、これが 10 年債利回りも押し上げたという解釈が支配的である。通貨防衛を念頭に市中金利が上昇する展開は教科書通りで



もあり、意外感はない。むしろ、意外感があつたのは為替市場だろう。昨日は円金利が上昇、米金利が横ばいとなる中、日米金利差の縮小が意識される展開にあつたにもかかわらず、ドル/円相場は 156 円前後から 156 円台後半まで上昇した。過去 1 年間を振り返っても、日米金利差とドル/円相場にそこまで安定した関係があつたとは思えないのだが(図)、依然として市場では両者の安定した関係に期待する論調は根強いいため、昨日のような「ねじれ」が慢性化すれば一段と金利差以外の円安要因に注目が集まりやすくなる可能性はある。

今後、日銀が引き締め政策を重ねたとしても、米金利との距離感が目に見えて縮まるにはまだ相当の時間を要する。それゆえ、「拡大した日米金利差が円安の要因」という定説を為替市場が信じるほど、日銀に求められる利上げ幅は大きくなってしまふ。本欄では執拗に論じているように、円安には国際収支構造の変容に付随する需給構造変化も寄与しているはずである。にもかかわらず、これを脇に置いて金利経路だけで円安圧力の鎮圧を期待すると、過剰な水準まで政策金利が引き上げられてしまう恐れもある。もちろん、日銀は経済・物価情勢を勘案して政策判断を行うはずだが、為替市場の期待と投機に飲み込まれる中、金利差縮小に訴えかけようとして自傷行為のような利上げを繰り返す展開は新興国が悩まされてきた展開であり、リスクシナリオとしては検討に値する。

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

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
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグレーションの模様～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分) 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高は正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分) 週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
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
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	ユーロ圏の貴金・物価情勢～妥結貴金は年内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～涉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薬～
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」がキープフェーズ～)
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～外資性資産比率は「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