

みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 28 日)

「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～

国際コンファランスにおける内田副総裁の基調講演は、今後の利上げ軌道を約束するかのような強い語気が目立つ講演だった。内田副総裁は「デフレのそもそもの原因」は労働市場の構造変化によって解消されたと明言。デフレ的なノルムの克服も人手不足によって解消に向かいつつある状況を指摘している。内田副総裁は「デフレとゼロ金利制約との闘いの終焉は視野」と述べ、金融市場では楽観主義を揶揄するフレーズである「This time is different」まで敢えて使っている。労働市場がそれほど大きな要因だったのであれば果たして金融緩和は必要だったのかという疑義が抱かれるが、当面の利上げはほぼ約束された状況と言える。もっとも、こうした情報発信を受けて日米金利差の拡大が抑止されているが、ドル/円相場の上昇基調は大して変わっていない。日銀の利上げ単体では円ショートを解消する材料には至っていない。

～結局、労働市場次第なのか～

昨日、行われた日本銀行金融研究所主催の国際コンファランスにおける内田副総裁の基調講演は、今後の利上げ軌道を約束するかのような強い語気が目立つ講演だった。内田副総裁は「現在の物価を巡る動向の変化が、不可逆的なデフレからの構造変化を意味するのか、あるいは、単に世界的なインフレによってもたらされた一時的な現象にすぎないのか」という自問自答から講演を切り出している。これに対する回答として、内田副総裁は講演途中で以下のように述べている。

- 今日の基調講演の冒頭で、私自身が提起した問い、すなわち、わが国で現在みられている傾向は不可逆的なものなのか、にお答えしたいと思います。すでに述べたとおり、これまでの状況を変えるためには、2 つのことが必要です。デフレのそもそもの原因を解消することと、デフレ的なノルムを克服すること、です。1 点目については、自信を持って「イエス」と答えられます。労働市場の環境が構造的かつ不可逆的に変わったためです

その後、2 点目のデフレ的なノルム(≡社会的な習慣や規範意識)の克服については「答えはそこまで明白ではない」と続けているが、デフレのそもそもの原因は解消されたと明言している。この理由として「労働市場の環境が構造的かつ不可逆的に変わったためです。この先、女性やシニア層から多くの追加的な労働投入を期待することには無理があります」と持ち出しており、労働供給が過少になりつつあることを言及している。2 点目のノルム克服についても「その鍵は、やはり労働市場です」と述べ、人手不足を推進力として「解消に向かっています」と強調されている。今後は労働コストの変化に応じ企業の価格設定行動も変化してくるというのが内田副総裁の主張であった。

実はこれらの部分に限らず、基調講演を通じて、節々に「鍵は労働市場であった」という主張が出てくる。デフレの原因解消の決定打となったのが労働市場の不可逆的な構造変化で、デフレをもたらしてきたノルム解消の鍵も労働市場だ、と。それではそもそも過去 25 年間行われてきた金融緩

和政策は何だったのかという若干の虚しさを覚えたのは筆者だけだろうか。「デフレのそもそもの原因が解消されているかどうか」の具体的回答が「労働供給が減り、人手不足なので自信を持ってイエス」であるとする、あれほど債券市場に無理を強いた金融政策運営は必要だったのだろうか。

～「This time is different」は利上げ予告～

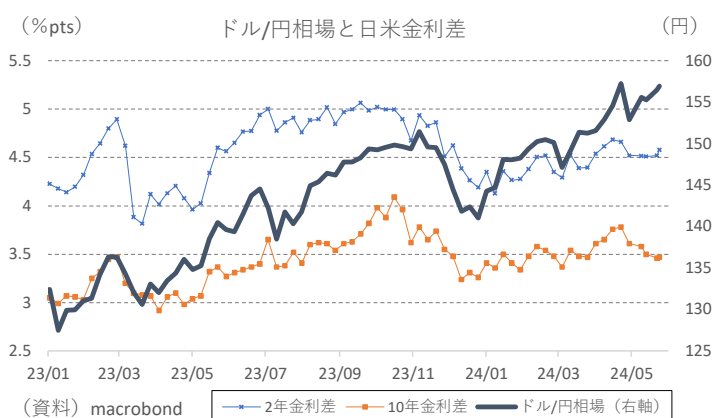
込み入った議論は今回脇に置くが、今後の政策運営を決定づけていたのは基調講演の締めの部分であろう。上述の引用箇所だけでも十分タカ派的だが、下記も踏まえて評価したい：

- <前略>日本銀行は、今年 3 月に、これらの一連の非伝統的な政策手段がその役割を果たしたと判断して、短期政策金利の操作を通じて2%の物価安定の目標を目指す伝統的な金融政策の枠組みに戻りました。このことは、ゼロ金利制約を克服したことを意味します<中略>デフレとゼロ金利制約との闘いの終焉は視野に入りました

「デフレとゼロ金利制約との闘いの終焉は視野」とまで述べている以上、+25bp から+50bp 程度の利上げは十分予想されるところである。しかも、講演の最後には「最後に、この言葉で締め括りたいと思います。『今回こそはこれまでと違う(This time is different)』と金融市場において楽観主義が崩壊する直前と揶揄される有名なフレーズを持ち出している。このフレーズを敢えて使うということは相当の自信を持って「次の一手」を用意していると考えて良いだろう。

もっとも、こうした日銀からの情報発信を受けて日本の長期金利が騰勢を強め、日米金利差の拡大が抑止されている状況にもかかわらず、ドル/円相場の上昇基調は大して変わっていない。日銀の利上げ単体では円ショートを解消する材料には至らず、FRB の利下げとセットで打ち出されて初めて投机筋を動かすだけの材料として昇華されてくるのではない。日銀が正常化に至るにあたっての理由(労働

市場の構造変化)は釈然としないものがあつたが、利上げ路線自体は持続すると考えて良いのだろう。しかし、それと円安地合いの反転はさほど関係が無く、むしろ労働市場の構造変化に根差したデフレからインフレへの転換を背景として「デフレ通貨は上昇する」から「インフレ通貨は下落する」という理論的に考えて当然の局面変化が起きつつあると考えた方が良いでしょう。



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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賛金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
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～
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様相～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	ドル高是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～またも「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	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「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	ユーロ圏の賛金・物価情勢～妥結賛金は年内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～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(ソフトラディングと賛金減速～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～