

みずほマーケット・トピック(2024 年 7 月 18 日)

日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～

ドル/円相場は一時 155 円台前半まで急落。トランプ氏のドル安を求めるような発言が材料視されたとの解説は多い。しかし、同氏は製造業大国復活を唱え、ドル安を志向しつつ、利下げをけん制するなど、相変わらず支離滅裂な言動を繰り返している。ドル安材料として決め打ちすることは危うい。また、昨日は河野太郎デジタル相が日銀に利上げを求め発言を行い、これが海外時間に材料視されたという指摘もある。確かに日銀の利上げは 7 月会合におけるコンセンサスではないが、相応に予想する向きも多く、ヒステリックな反応を示すほどの材料とは言えない。トランプ発言も河野発言も投機的な円ショート巻き戻しの口実として使われただけではないか。7 月の日銀会合の注目点は①長期国債減額(QT)の具体的内容、②利上げの有無の 2 点に集約。①が波乱材料となることはなさそうだが、②については見方が分かれる。足許のように円高に振れた状態であっても「賃金・物価情勢が強い」という真っ当な理由を盾に利上げすれば、為替相場との関連性を蒸し返されにくい。淡々と正常化を進める好機と考えたい。

～口実に使われた要人発言～

ドル/円相場は一時 155 円台前半まで急落している。材料は諸説ある。16 日に配信されたブルームバーグのインタビューでトランプ氏が円安や人民元安の是正を訴えたことに加え、17 日には河野太郎デジタル相がブルームバーグテレビジョンにおけるインタビューで円安抑制のために日銀に利上げを求めるような発言をしたことも円高材料になったという声が出ている。実際、河野氏のインタビューは英語で実施され、円高に振れたのも海外時間以降だったことを踏まえれば、確かに材料視された可能性はある。トランプ氏の発言については過去の本欄でも論じたように、そもそも同氏は通貨・金融政策について定見が無い。いくら製造業大国復活を唱え、ドル安を志向しても、これに合わせて「大統領選挙の前に利下げをするべきではない」と利下げをけん制するなど、相変わらず支離滅裂である。こうした構図は前政権時代から常に見られてきたものだ。

過去の本欄でも確認したように、トランプ氏の政策パッケージはあくまでインフレ誘発的であり、派手な発言だけに引っ張られるのは危険である。現状はトランプ氏勝利が既定路線となる中、製造業大国復活という分かりやすいヘッドラインが円ショートを巻き戻す口実として使われた状況として冷静に評価したい。あくまで実際に執行される経済政策がどのような内容で、それに経済・物価情勢がいかように反応し、FRB が動き得るのかという順番で思考を進めなければならない。この点、トランプ氏の政策を一方的な円高相場のトリガーとして確信するのは難しい。

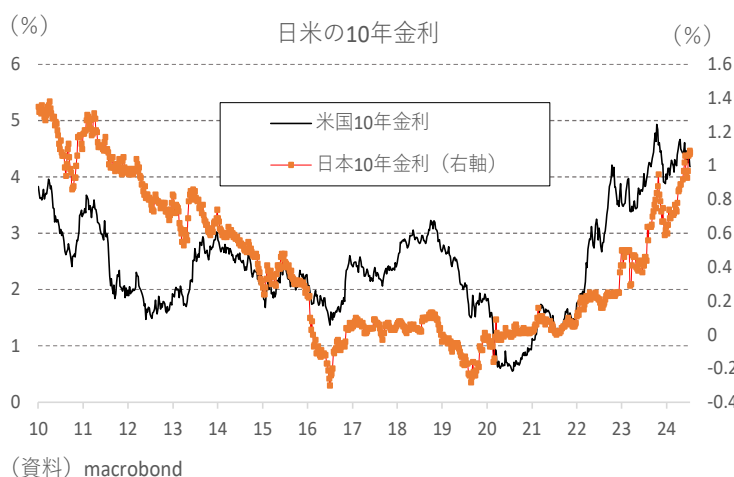
～7 月日銀会合の読み方～

片や、日銀の政策運営をどう読んでおくべきか。河野氏が求める日銀の利上げは 7 月会合におけるコンセンサスではないものの、相応に予想する向きも多く、ヒステリックな反応を示すほどの材料とは言えないはずである。同じく、投機の巻き戻しの口実に使われただけではないか。にわかに注

目度も高まってきているため、7月30～31日の日銀金融政策決定会合についてプレビューしておきたい。7月会合の注目点は①長期国債減額(QT)の具体的内容、②利上げの有無の2点に集約される。まず、①に関しては今後1～2年程度の減額計画が示されることについては既定路線である。具体的には様々なパターンが考えられるが、2年計画とした場合、2024年8月から2026年7月が対象期間となる。現行の月6兆円程度の買い入れに関し、2年後(2026年7月)の着地見込みとして(A)月4兆円程度(現行対比▲2兆円)、(B)月3兆円程度(現行対比▲3兆円)、(C)月2兆円程度(現行対比▲4兆円)などの数字を目にすることが多い。今月、日銀が開催した各種金融機関を対象とした債券市場参加者会合を踏まえ、現在の金融市場における予想の中心は(B)で「2年後に3兆円程度」と現行の半額程度までの縮小を見込む向きが多い。確かに、半減となれば、植田日銀総裁の言う「相応の規模」とは矛盾しないだろう。8月から減額に着手し2026年7月には3兆円程度に着地するような段階的縮小(テーパリング)であれば債券市場参加者にとって予見可能と見られ、円金利の急騰も回避されとの見方は多い。(B)からの多少の乖離はあるとしても、債券市場参加者会合を経ている以上、QTが波乱材料になる可能性は高くないのだと思われる。

～円安修正だからこそ利上げ～

問題は②利上げの有無だ。現状では利上げはほぼ織り込まれておらず、「QTとの同時決定は円金利が想定外に跳ねる恐れがあるため」という解説がもっぱらだ。しかし、周知の通り、現状ではFRBによる9月利下げ着手はほぼ織り込まれ、年内利下げに関し2～3回程度というイメージが強まっている。強い米経済指標を受けても米金利が上がらないという地合いも固まりつつある。円金利と米金利の関係が相



応に安定していることは知られた事実であり(図)、FRBの利下げが既定路線となり、円金利が抑制されやすい今だからこそ、日銀はQTや利上げに踏み切りやすいという考え方もあるのではないかな。

また、「円安が修正されているので利上げの必要性が薄らいでいる」という見方もある。この点に関しては全く同意できない。そもそも「為替相場を見て金融政策を決めている」という容疑をかけられないことが重要な状況である。円高へ振れていても淡々と利上げを決め込む姿勢によってその容疑を遠ざけることができるだろう。例えば会合当日が161円台で、利上げに踏み切った場合、間違いなく「円安を抑制するために利上げした」と解釈されるだろう。通貨政策化した金融政策のイメージが定着するはずだ。その際、上手くいけば瞬間的に円高・ドル安を演出できるかもしれないが、早晚、「日米金利差はまだ大きい」という解釈と共に円売りが進みかねない。

これに対し、足許のように円高に振れた状態であっても「賃金・物価情勢が強い」という真つ当な理由を盾に利上げすれば、為替相場との関連性を蒸し返されにくい。少なくとも総裁会見で記者から「円安を気にしたのか」と質される可能性は低い。事実として賃金・物価情勢は強いのだから、円

相場との関連性に言及する必要はない。「円安が修正されているので利上げの必要性が薄らいでいる」のではなく、「円安が修正されているからこそ、為替と結びつけずに利上げの説明がしやすい」と考え、淡々と正常化を進めるのが王道だろう。日本経済全体を俯瞰しても、GDP の名実格差は明らかにインフレ税による可処分所得減少に起因しており、金融政策が引き締め方向に調整されること自体、違和感の無い政策運営と言えるものだろう。

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/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7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半年期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	散えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金と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	「もしろ」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(色濃くなるスタグフレーションの様相～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」と円相場の予想バスのについて
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～