

みずほマーケット・トピック(2024 年 8 月 1 日)

日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～

注目された 7 月の日銀会合は政策金利を+15bp 引き上げ、前回会合で予告されていた国債購入の減額計画に関しては、26 年 1～3 月期を目途に 3 兆円程度まで圧縮する道筋が示された。「金利」・「量」共に事前報道通りである。その後のドル/円相場急落は植田日銀総裁の発言を受けた部分が非常に大きく、やはり政治的な催促との関連性を疑わざるを得ない。障害になると思われた「個人消費の弱さ」については認められず。あくまで「低い実質金利の中での微修正」であって「引き締め」ではないので大きな問題は無しというのが日銀の立場。こうした強弁を今後の GDP の仕上がりや踏まえても続けられるかどうかは注目。世界的に見ても金利調整を主とする政策運営において 0.25% はスタート地点である。そこへ回帰するための+15bp 程度の利上げを深刻に捉える必要はないというのが実情だろう。投機的な円ショートを巻き戻すには絶好の口実が与えられているが、円ロングにはコストもかかる。その持続性には疑義もある。

～円高地合いでも利上げ～

注目された 7 月 30 日から 31 日にかけて行われた日銀金融政策決定会合は政策金利である無担保コール翌日物金利を従来の 0～0.1% 程度から 0.25% 程度に引き上げた。また、前回会合で予告されていた国債購入の減額計画に関しては、現行の月間 6 兆円程度を出発点として四半期ごとに▲4000 億円程度ずつ減額し、2026 年 1～3 月期には 3 兆円程度まで圧縮する道筋が示された。「金利」・「量」共に事前報道通りである。その後のドル/円相場急落は植田日銀総裁の発言を受けた部分が非常に大きく、やはり政治的な催促との関連性を疑わざるを得ない。

会合前のみずほマーケット・トピック 7 月 18 日号では「日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ」と題したプレビューを行い、「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」との立場から淡々と正常化を進めるのが王道と説き、利上げ予想としていた。この点は 7 月 29 日のブルームバーグ報道でも「利上げがあるとみている。大きな円安トレンドからの転換点になる可能性はある」とコメントしている。日銀が表立って口にできる利上げの理由ではないものの、円安抑制と取られないタイミングも今回の利上げを相応に後押ししたのではないかと察している。

～「個人消費の弱さ」は認められず～

今回、「個人消費の弱さ」が鮮明になる現状を踏まえ、「賃金と物価の好循環」を理由にした利上げは困難と言われていた。この点、筆者は円安経由の物価高が GDP の名実格差を生んでいる以上、「個人消費の弱さ」は利上げを見送る理由ではなく、むしろ利上げの理由になるといった趣旨を論じてきた。会見で植田総裁は「消費はすごく強いわけではないが、日銀の消費に関する指数を見ても底堅いという判断をしている」、「実質金利が低い中での少しの調整なので、景気に大きなマイナスの影響を与えるものではない」、「賃金や物価が上昇している中での動きなので、経済や物

価がこれを契機に減速するとは必ずしも見ていない」と述べ、+15bp 程度の利上げで腰折れするような消費意欲ではないことを確認している。端的に言えば、今回の利上げは「緩和的な金融環境の調整」であって「引き締め」ではないため、目先のデータだけが決定要因になるわけではないということだろう。こうした強弁を今後の GDP の仕上がりを踏まえても続けられるかどうかは注目したい。

世界的に見ても、金利調整を主とする金融政策運営において 0.25% はスタート地点である。そこへ回帰するための +15bp 程度の利上げをそこまで深刻に捉える必要はないというのが実情だろう。また、今回は政府・与党の高官から利上げを要請するような発言が大々的に取り上げられていた。これまで「政治的に利上げは容認しづらい」という論点が日銀の利上げを難しくしているとの思惑は常にあったため、政治資源を損なうことなく利上げに踏み切れるという状況は歴史的に見ても好機でもあった。真の問題は 2 度の利上げ（マイナス金利解除および今回）を経て一部の住宅ローンが上昇するなどその影響が実社会で可視化される中、自民党総裁選や解散・総選挙といった時期に重なっても追加利上げができるのかどうかである。

～ドル/円相場への含意～

追加利上げに関しては、公表文の最後のパラグラフで「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、今回の『展望レポート』で示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになる」と考えている」と明記されている。額面通り受け止めれば、次回 10 月の展望レポート時点で「日銀のメインシナリオから大きく乖離が無いのであれば追加利上げ」という読む筋合いにある（裏を返せば、9 月は様子見だろう）。今回、会合後に円相場が急伸しているのは、こうした声明文や「0.5%（の政策金利）が壁として意識されるか」というと、とくに意識していない」といった総裁発言が大きそうである。こうした日銀の政策姿勢は円ショートポジションの巻き戻しを行う上で絶好の口実になっていると思われる。その上で FRB の利上げを 9 月および 12 月と見込むのであれば、本稿執筆時点での円ショートポジションの蓄積が依然として非常に大きいことも踏まえ、少なくとも金利差という観点に限って言えば、年内は円高・ドル安が正当化されやすい。だが、投機筋の立場からすれば、円ショートと違い円ロングには金利差分のコストが乗ってくる以上、その持続性に限界があることは付記したい。

また、需給環境は改善が続いているとはいえ、キャッシュフローベース(CF)経常収支が均衡状態にあること、新 NISA を受けた「家計の円売り」が年間 13～14 兆円に及びそうなことなどを踏まえ、現在の勢いに乗って今次円安局面の起点である 110 円付近まで見据えるのは現実的ではない。今次円安局面（約 110 円～約 160 円）と考えた場合、半値戻しは 135 円となる。今後 1 年でそこまで押すかどうかは米国の利下げペース次第だが、需給環境はそれを許さないだろう。また、利下げペース自体も大統領選挙の行方に依存する部分が大きい。メインシナリオとして第二次トランプ政権を前提とすれば、リフレ色の強い経済政策の下、利下げは思ったほど行われず、日米金利差縮小も限定的というのが筆者の想定となる。

需給環境が円売りに傾斜し、金利差縮小も限定される中、今後 1 年で 140 円を割り込むのは難しいというのが本欄や「中期為替相場見通し」の立場だ。来たるべき次の円安局面を念頭に置けば、FRB が利下げ局面にある間に、できるだけ利上げで金利差を縮めておきたいという日銀の胸中もあり得る。もちろん、これに伴う実体経済へのダメージは懸念されるところであり、簡単な話ではない。

しかし、円安経由の輸入インフレが実質成長率をはっきり抑圧する姿がこの 2 年で明らかになっており、言明しないまでも、円安対策としての利上げは(その効果の大小はさておき)今の日本経済に必要な措置になっている。いずれにせよ、今年 5 月の内田副総裁による「this time is different」講演以降、本欄では日銀の利上げは「2 回」と見越してきたところであり、今回の利上げは何らサプライズとは考えていない。

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25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
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～
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	敢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」が「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～「異例の賃上げムード」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