

みずほマーケット・トピック(2024 年 9 月 24 日)

改めて考える日銀 10 月利上げの難易度

先週 20 日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。当面の注目は 10 月会合での利上げ有無に。1 か月後も経済・金融情勢が現状と大差なければ問題なく利上げは決断されるというのがコンセンサスになりそうだが、その際には政治との距離感がどうしても問題にならざるを得ない。端的に言えば、発足したばかりの新政権が株安リスクを孕んだ利上げを容認できるのか。もっと言えば、解散総選挙が年内に控えていることも念頭に置く必要がある。政治的に 10 月末という時期は実はかなり難易度が高い印象。また、公表文には「過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある」との文言が挿入されている。この点、7 月のピーク時から▲13%程度(143 円と仮定)も円高・ドル安が進んでいることの影響が 10 月展望レポートにどのように反映されるだろうか。円安修正で物価見通しの上方リスクが減じられるのであれば追加利上げの正当性は薄れるという考え方もありうる。現時点で予断は許さない。

～10 月利上げの難易度は・・・～

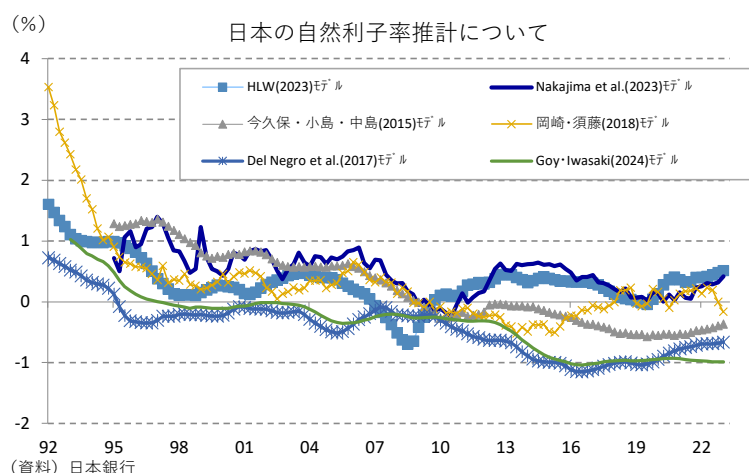
先週 20 日の日銀金融政策決定会合は無担保コール翌日物金利を 0.25%に据え置くことを決定した。7 月公表の展望レポート通りに経済・金融情勢が推移し、会合時点での金融市場が安定していれば追加利上げが見込まれるという状況は依然変わっていないが、9 月 27 日に自民党総裁選の投開票を控えている状況で、今回利上げに動くという見方はほぼ皆無であった。そもそも 7 月利上げも政治的意思に突き動かされたという疑義があった中、必然の読みであろう。

当面の注目は 10 月 31 日会合で展望レポートを確認した上で追加利上げが行われるかどうかだ。1 か月後も経済・金融情勢が現状と大差なければ問題なく利上げは決断されるというのがコンセンサスになりそうだが、その際には政治との距離感がどうしても問題にならざるを得ない。端的に言えば、発足したばかりの新政権が株安リスクを孕んだ利上げを容認できるのか。もっと言えば、解散総選挙が年内に控えていることも念頭に置く必要がある。植田体制のミッションは金融政策の正常化であり、具体的には次回のショックを念頭に置いた利下げの糊代を確保することが求められている。しかし、民意がそれを評価し、政治的な得点になるわけではないため(むしろ失点になる可能性が高いため)、10 月末という時期は実はかなり難易度が高いという見方もできるだろう。いくら政治的意思と金融政策運営に因果関係は無いと言っても、これまで折に触れて重要な意思決定の前後で政治の影がちらついてきたのだから、その建前を額面通り受け止めるのはナイーブである。

～コンセンサス化する中立金利 1%～

総裁会見では自然利子率に関する質問が多く見られた。前回会合と今回会合の間には、自然利子率ないし中立金利というフレーズが巷で注目されたため、予想された展開である。過去の本欄でも取り上げたが、8 月 28 日には日銀から多角的レビューシリーズの一環としてワーキングペーパー「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」が公表され、9 月 11 日には田村日銀審議委員が中立

金利の水準について「最低でも 1% 程度」との見方を示したことも話題になった。ワーキングペーパーでは、概して「▲1.0%～+0.5%」が足許の自然利子率イメージとして示され、インフレ率 2%を前提とした場合、中立金利(≡自然利子率+インフレ率)は「+1.0%～+2.5%」という試算が示された。田村審議委員の「最低でも 1% 程度」という発言はペーパーが試算する通りの水準であった。しかし、こ



れは中長期のインフレ率が 2%で安定するとした場合であって、仮に半分の 1%程度まで鈍化してしまうのであれば(それとて過去 30 年弱の日本からすれば高めである)、話は変わってくる。中長期のインフレ率が 1%程度で安定するならば、「0%～+1.5%」が中立金利の試算ということになる。だとすれば、現在の 0.25%は既に下限に到達したという姿という評価ができなくもない。

もちろん、FRB 以上に将来の利下げに対する糊代が重要な日本において、「だからもう利上げすな」という主張も適切ではない。しかし、巷説ではインフレ率 2%を前提として利上げの終点としての「中立金利 1%」がコンセンサスになっているようにも見受けられ、それを絶対視するような論調にはある程度、距離を置くべきであろう。

～10 月展望レポートと円高の関係性～

公表文には前回の「展望レポート」で用いられた「過去と比べると、為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている面がある」との文言が挿入されている。周知の通り、7 月時点では円安が物価見通しに対する上方リスクとして言及され、利上げに至った。とすれば、ドル/円相場が 7 月の高値(162 円付近)から▲13%程度(143 円と仮定)も下落していることの影響は当然、今後の政策運営で斟酌される可能性がある。事実、24 年上期の日本経済は円安を一因とする実質所得環境の悪化を背景としてスタグフレーション的な様相を呈した。その経緯を踏まえれば、円安修正で物価見通しの上方リスクが減じられるのであれば追加利上げの正当性は薄れるという考え方もできる。

現状、消費者物価指数はコアベース(除く生鮮食品)で前年同月比+2%を大幅に超えているが、コアコアベース(除く酒類以外の食料・エネルギー)では+2%近辺まで低下している(20 日公表の 8 月分に関し、コアベースは同+2.8%、コアコアベースは同+2.0%)。コアベースが高いのは当然、円安と資源高を受けた輸入物価経由の影響が残っているためだ。円安も資源高もピーク時から顕著に調整が進んでいることを踏まえれば、10 月展望レポートにおける物価見通しは下方修正される可能性もある。多様な解釈がありうるが、市場では「追加利上げはあくまで 7 月展望レポートの内容に沿っていた場合」という読みが流布されているように見受けられ、会合が近づくに連れて円高(と原油安)が進むようなことがあれば、「もう利上げは不要では」という予想が勢いづく可能性もある。

こうしたロジック付けは為替相場が金融政策運営において最も重要な説明変数と見なされている状況を日銀自身が認めることになるわけだが、そもそも国内物価と為替レートはコインの裏表である。

CPI に象徴される一般物価指標は対内価値を、ドル/円相場に象徴される為替相場は対外価値を示している。前者は金融政策（日銀）、後者は通貨政策（財務省）の領分となっているため、別個のものとして議論されるケースがまま見られるが、本来両者の方向感是一致的である必要がある。少なくとも「超低金利を続けながら、円安抑止のために円買い為替介入を行う」という構図は金融政策と通貨政策の方向感が矛盾しており、理論的には持続可能性が無かったし、実際、今の金融政策は円安修正を所望する通貨政策（政治）の方向感に遅ればせながら収斂しつつあるというのが正確な表現になるだろう。その意味で「140 円台や 130 円台では円高とは言えない」という通貨・金融政策の解釈に則り、利上げが続行される可能性はある。

しかし、公表文でわざわざ「為替の変動が物価に影響を及ぼしやすくなっている」と宣言している以上、円高相場が強まるほど、これに従って政策金利の軌道も影響を受けやすいはずである。10 月に入ってからの上場の動きを見極めないことには、日銀プレビューはかなり難しい情勢である。少なくとも 10 月利上げを当然視するのは現段階では危うい。

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9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わってなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
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～「資金は必ず下がる」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、「正真正銘のバブル超え」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～円は正真正銘の最弱通貨～
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協賃金と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