

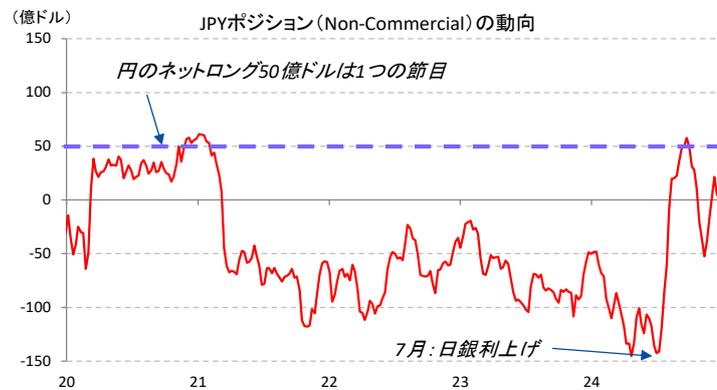
みずほマーケット・トピック(2025年1月9日)

円金利上昇でも円安～恐れていた事態～

円金利の上昇が注目を集めている。米金利の上昇に円金利も連れるという構図は過去3か月程度続いており、その間、日米金利差は概ね横ばいで推移してきた。しかし、日米金利差との連動性が再三指摘されてきたドル/円相場は騰勢を強めており、10～12月期だけで10円近く円安・ドル高に傾いている。本欄では今次円安局面が始まった22年3月初から「日米金利差だけで円安を説明すべきではない」と強調してきた。今になってその論調は明らかに強まっている。現状では「投機の円売り」が積み上がる余地は相当大きそうなことも特筆される。日銀の1月利上げはコンセンサスとは言えないが、仮に現状維持となれば、タカ派色を強めるFRBとの対照性が意識され、160円定着の公算は大きい。先進国として自認しづらいが、現状、日本が直面している構図は典型的な通貨防衛戦だ。投機的に円売りを仕掛ける動機は何でも良いが、合理的な動機が豊富に用意されてしまっている。「円安が日本経済にとってペイン(痛み)」という論点が為替市場で注目された時点で、投機的かつ挑発的な取引はどうしても横行しやすい。

～円金利上昇でも円安～

円金利の上昇が注目を集めている。7日には1月発行の10年物国債(377回債)入札で表面利率が1.2%と2011年7月以来、約13年半ぶりの高水準に設定されたことが話題になった。米金利の上昇に円金利も連れるという構図は過去3か月程度続いており、その間、日米金利差は概ね横ばいであった(右図)。しかし、日米金利差との連動性が再三指摘されてきたドル/円相場は騰勢を強めており、10～12月期だけで10円近く円安・ドル高に傾いている。本欄では今次円安局面が始まった2022年3月初から「円安はドル高の裏返しではない」、「日米金利差だけで円安を説明すべきではない」と強調してきた。今になってその論調は明らかに強まっていることを感じる。果たして「金利差が円安のドライバー」と解釈してきた論者は日本の10



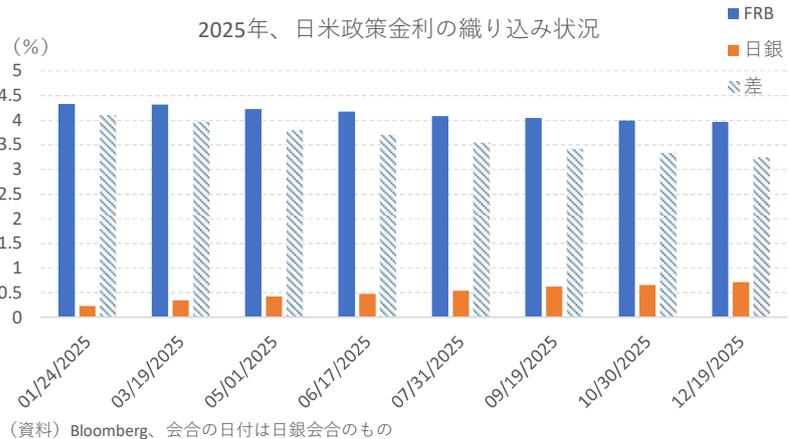
年金利が1%を優に突破しても、ドル/円相場が150円台後半で推移する状況を想像していただろ

うか。過去の本欄では現在の日本は「金利上昇か円安か、いずれかを受容しなければならない」と繰り返し論じてきた。その上で「どちらも忌避すれば、いずれどちらも引き受けさせられることになる（厳密には円売りに追い立てられるように利上げを強いられる）」といった点にも警鐘を鳴らしてきた。年初から日本で起きている円や円金利の動向は政府・日銀（特に日銀）の政策運営に対するアラートも含まれてはいないか。ちなみに昨年末(12月31日)時点のIMM通貨先物取引の動向を踏まえる限り、投機的な円売りが極端に積み上がっているわけではない。昨年、160円近傍で推移していた時には▲100億ドル規模での円ショートが視認できていたのだが、現状ではほぼニュートラルな状況にある。まだ、「投機の円売り」が積み上がる余地は相当大きいという怖さはある。

～1月日銀利上げ見送りは160円台定着の契機に～

12月会合の声明文では為替のパススルー効果が大きくなっている事実に言及が見られた。本稿執筆時点のドル/円相場は1年前と比べて+10%近くも上昇している(144円と158円を比較した場合)。12月18～19日会合時点でも+7%近く上昇していたのだが、その時点よりもさらに円安発・輸入物価経由の物価上昇を懸念すべき状況である。12月27日に公表された同会合の「主な意見」では「利上げを判断する局面は近い」、「前もって金融緩和の度合いの調整を行うことも必要」などの委員による発言が紹介されていた。反対票は田村委員の1票だけであったが、追加利上げへの支持は票数以上に強いものがあつたのではないかと推測される。

現状では1月23～24日の日銀金融政策決定会合に対する利上げ織り込みは50%を下回っており、現状維持予想がやや優勢である。しかし、その1週間後(28～29日)に開催されるFOMCは現状維持が概ね100%織り込まれている。実際、この織り込み通りに日米金融政策会合が進めば、日米金利差縮小を理由にした160円台



定着の可能性は相当に高いと考えたい。ちなみに、2025年末の政策金利軌道に関し、金融市場の織り込みが実現した場合でも日米両中銀の政策金利差は100bp弱しか縮小しない(図)。ドル/円相場を円安局面のスタート地点(110円付近)に戻すほどのインパクトはあるまい。

～どうアピールしても円売りの懸念～

もちろん、1月会合で追加利上げに踏み込んだとしても、総裁会見でハト派色をアピールすればやはり160円台定着に至るだろう。いや、もはやFRBの「利下げの終わり」が争点化しそうな情勢を踏まえれば、日銀がわずか+25bpの利上げを行い、その持続性をアピールしても円高の動きは限定的かもしれない。結局、次回会合における追加利上げを催促するような円売りが程なく始まる可能性は高い。「+50bpの利上げ」のように予想外にタカ派色の強い一手を打ち出せば、ある程度の円高は期待できるかもしれないが、それとて「そこまで追い込まれている」という推測を逆に招き、円

売りが焚きつけられる懸念はある。「円安が日本経済にとってペイン(痛み)」という論点が為替市場で注目されてしまった時点で、投機的かつ挑発的な取引はどうしても横行しやすい。正反対だが、これはリーマンショック後の日銀がいくら金融緩和を繰り返しても円買いで煽られた経験と似ている。

～客観的に見れば通貨防衛戦～

結局、こうした構図は典型的な通貨防衛戦そのものである。先進国として自認しづらい事実であり、最も恐れていた展開の1つだが、直視する必要はある。政府・日銀がどのように説明をしようと、為替市場が通貨防衛戦というテーマでゲームを始めてしまえば、会合直前になれば円売りで利上げが煽られ、利上げの実施に合わせて円は買い戻される(そこで投機的には利益が確定される)。しかし、また次回会合が近づけば追加利上げを催促するような円売りが始まる。実際、過去2年間の日本ではこれと類似した状況が散発してきた。投機筋が「どうせ利上げできまい」と円売りで煽るだけの合理的な理由もある。巨大な政府債務残高を抱えている以上、「利払い急増を回避するため利上げは控えるはず」という思惑は円売りを仕掛けたい向きにとっては分かりやすい材料だ。またはストレートに「脆弱な日本経済は利上げに耐えられない」や「国政選挙があるから利上げはできない」といった理屈も持ち出されやすいだろう。いずれも決定的ではないが、間違いとも言えない理屈であるのが厄介だ。投機的に円売りを仕掛ける動機は何でも良いが、合理的な動機が豊富に用意されてしまっているのが現状である。まだ、会合まで情報がアップデートされてくるため予想は決め打ちしかねるが、筆者は現時点では1月会合での追加利上げは可能性が高いと予想するし、それが賢明な選択肢であるようにも思える。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見直しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か?～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の要結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期要結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか?
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか?～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイメージな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか?
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は?～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
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さず～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)