

みずほマーケット・トピック(2025 年 1 月 22 日)

ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～

トランプ大統領就任式を終え、本邦金融市場の目線は今週の日銀金融政策決定会合へ移っている。12 月会合が現状維持に至った背景としては賃金情勢と第二次トランプ政権にまつわる 2 つの不透明感が挙げられていた。後者は乗り越えたとして、前者をどう評価するか。前会合では 25 年度の雇用・賃金情勢について「もうワンノッチ欲しい」と追加情報を求める植田総裁の発言が注目された。このワンノッチは果たして埋まったのか。結論から言えば、そのように主張される可能性はある。昨日の経労委報告では連合の 2025 年の春闘に対する「5%以上」という水準感に関し、「経団連の方向性と一致」と評価していることが明らかにされた。ほかならぬ日銀も 1 月 9 日発表のさくらレポートにおいて賃上げ機運を認めている。ワンノッチの定義が分からないため不透明感が残るが、12 月会合から賃金情勢は明らかに前進している。また、日米の政治環境を踏まえれば現状維持を選んで円安を焚きつける方が大きなリスクである。経済・金融情勢がオントラックにあることなどを理由に+25bp の利上げを決断する公算は非常に大きい。今後注視すべきは「利上げの終わり」がコンセンサスとなるタイミング。

～ワンノッチは埋まったか～

トランプ大統領就任式から一夜が明けた。その後、数々の大統領令への署名が報じられているものの、事前に想定された範囲内での挙動が目立っており、大きな混乱はないとの評価が支配的である。既に本邦金融市場の目線は今週 23～24 日の日銀金融政策決定会合へ移っている。12 月会合が現状維持に至った背景として植田日銀総裁は「賃金と物価の好循環の強まりを確認する上で、春闘などもう少し情報が必要と考えた。米国など海外経済の見通しも不透明で、米国政権の経済政策に対する不確実性もある」と回答した。要するに、賃金情勢と第二次トランプ政権にまつわる 2 つの不透明感がある以上、決断はできないという説明であった。このうち後者に関しては(少なくとも今日の時点では)大きな混乱が認められず、利上げを阻むことにはなりそうにない。

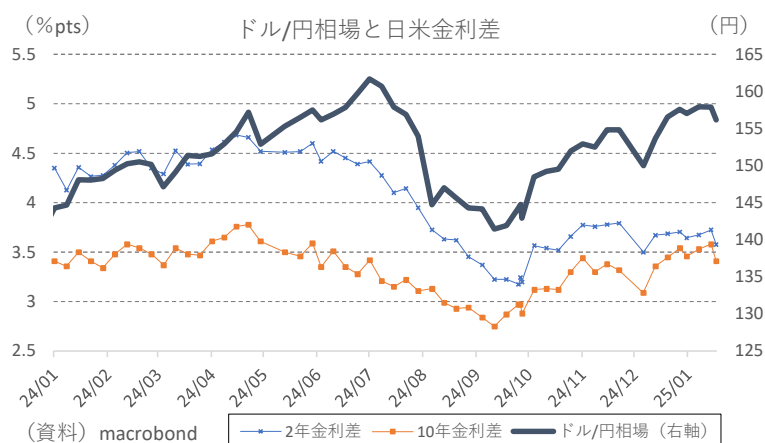
問題は国内要因である前者をどう評価するかだ。2025 年度の雇用・賃金情勢については「もうワンノッチ欲しい」と追加情報を求める植田総裁の発言が注目された。このワンノッチは果たして埋まったと考えるべきか。結論から言えば、その可能性はある。既報の通り、12 月会合以降、初任給を中心として大幅な賃上げに至る企業の動きは断続的に報じられてきた。昨日は経団連が春季労使交渉(春闘)における経営側の基本指針となる 2025 年版「経営労働政策特別委員会報告(以下経労委報告)」を公表し、賃上げの勢いを社会全体に定着させるのが「経団連・企業の社会的責務」だと明記された。「賃上げの原資を確保する価格転嫁には消費者の理解が欠かせない」との見解も示されている。なお、経労委報告では連合の 2025 年の春闘に対する「5%以上」という水準感に関し、「経団連の方向性と一致」と評価していることも明らかになった。

また、ほかならぬ日銀も 1 月 9 日発表のさくらレポートにおいて「全体としては、構造的な人手不足のもと、最低賃金の引き上げもあって、継続的な賃上げが必要との認識が幅広い業種・規模の

企業に浸透してきているとの報告が多かった」と雇用・賃金面に対して強気の評価を与えている。ワシントン・ディフィニションの定義が分からないため不透明感が残るものの、国内の雇用・賃金情勢に関し、12 月会合から前進している気配は間違いなく感じられる。

～政治的に円安抑制は歓迎される環境～

また、全面的にアピールできない日銀の本音として円安抑止が歓迎されやすい環境であることも大きいだろう。昨日の本欄でも確認したように、就任演説では米国製造業の復活が宣言された。そこで主に言及されたことはエネルギーコストの抑制であったが、コストという意味では実質実効為替相場 (REER) ベースでプラザ合意以来の水準まで押し上げられているドル相場も製造業の重荷に違いない。



このままドル/円相場が続伸し続ける展開についてトランプ大統領は愉快に思わないであろう。また、日本の立場に照らせば、2 月上旬に開催が見込まれる日米首脳会談までにはその修正を図っておきたいのではないかと懸念される。来週 28~29 日の FOMC では現状維持がほぼ既定路線である(本稿執筆時点で現状維持の織り込みは 99.5%)。今回の日銀会合で現状維持を決め込んだ上に来週の FOMC を迎えば、直ちに日米金利差拡大を背景として年初高値までドル/円相場が高進するリスクは極めて大きい(図)。できれば、その状態で首脳会談を迎えることは避けたいはずである。

～現状維持の方が大きいリスク～

実際、政府・与党は利上げを容認する構えである。石破首相の右腕であり、政権における経済政策運営を差配していると言われる赤沢経済財政担当大臣は 1 月 14 日の閣議後会見において、日銀の利上げ検討と政府がデフレ脱却を目指すことに「矛盾することはない」と言及している。デフレ脱却というフレーズの使用自体、筆者は使用を控えるべきと考えるが、日銀会合にも政府代表として出席する立場にある赤沢大臣がこうした基本姿勢にあることも重要な事実と言える。現状、日銀が利上げするにあたって日米両政府から歓迎されやすい雰囲気は厳然とあるのではないかと懸念される。

もちろん、賃上げはともかく「第二次トランプ政権にまつわる不透明感」が消えたわけではないため、現状維持で乗り切ろうとする可能性がないわけではない。しかし、思い返せば 12 月の FOMC でパウエル FRB 議長は「第二次トランプ政権にまつわる不透明感」に言及しつつ、果断に利下げを選んだ。同じリスクに言及した植田総裁は現状維持を選んだ。今後 4 年間、「第二次トランプ政権にまつわる不透明感」は金融市場に常駐するリスクであり、払しょくされることはあるまい。しかし、むしろ上述したように、足許では現状維持を選んで円安を焚きつける方がその政治的リスクを増大させそうな気配もある。経済・金融情勢がオントラックにあること、もしくはやや上振れ傾向にあることを理由に+25bp の利上げを決断する公算は非常に大きい。

問題は総裁会見の情報発信でどこまでバランスが取られるかだ。0.75%や 1.00%は中立金利到達の評価も出てくる水準である。今回の+0.50%までの利上げを踏まえれば、そう簡単にタカ派色をアピールすることはできないのではないか。むしろ、今後の日銀について不安視すべきは「利上げの有無」というよりも「あと何回利上げできるか」であり、言い換えれば「利上げの終わり」がコンセンサスとなるタイミングである。それを市場参加者が確信するようになった時、ドル/円相場の水準は一段と押し上げられている可能性が高い。金融政策による通貨防衛戦はまだ完全に始まってはいないが、些細な過ちによってそうなりそうな可能性は依然大きいと言える。

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.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
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
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、円相場見通しポイント整理
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	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(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	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～最もイージーな一手～
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～思い出される期代論と今後～
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～「やっぱり変わっていなかった」の怖さ～)