

みずほマーケット・トピック(2025年1月27日)

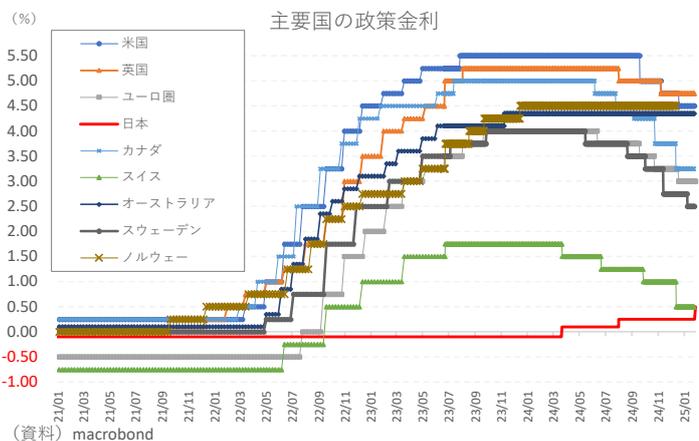
日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～

1月の日銀金融政策決定会合は市場予想通り、政策金利を+25bp 引き上げた。政策金利水準としては17年ぶりの水準。もっともドル/円相場が34年ぶりの水準である160円近傍で推移し、それに応じた国内経済環境のダメージも指摘される中、円金利が連れ高になることは必然の帰結。中立金利や需給ギャップの論点に絡めて追加利上げに反意を示す向きもあるが、物価、賃金、円金利、全てが上がる中、通貨の値段である金利も上がるというごく自然な現象が起きているだけ。追加利上げに関し、市場では10月頃まで現状維持が織り込まれているが、それは結局為替次第だろう。極端な話、次回3月会合時点で160円台を超え、170円に接近すれば、市場における利上げ織り込みも機動的に変化する。真の問題は当面のFOMCが現状維持を重ねた上で「利下げの終わり」を明示するような展開に至ったときに、どれほど円安が進み、それが輸入物価経由で一般物価を押し上げるかだ。年内のFRBに関し「1回も利下げできない」、「26年は利上げ再開も」といった予想変容に至るとドル/円相場が押し上げられ、追加利上げのインターバルは縮まる。こうした政策運営は新興国のそれに近く、金融政策の通貨政策化である。

～必然の利上げ～

1月23～24日の日銀金融政策決定会合は市場予想通り、政策金利を0.25%程度から0.5%程度へ+25bp 引き上げた。政策金利水準としては17年ぶりの水準である。もっともドル/円相場が34年ぶりの水準である160円近傍で推移し、それに応じた国内経済環境のダメージも指摘される中、円金利が連れ高になることは必然の帰結である。今回の決定に際し、日銀は通常の対外公表文と展望レポート(基本的見解)に加え「2025年1月金融政策決定会合での決定内容」と題した決定内容にまつわる簡易説明資料も公表している。この種の資料は黒田体制下で見られた屋上屋を架す複雑な政策決定(イールドカーブ・コントロールやマイナス金利導入に伴う3層構造の金利調節など)に付随して見られてきたが、単なる利上げに付されるのは意外感もある。それだけ利上げが国民生活の重しとなり、政治的な反発を招きかねない展開に配慮しているのかもしれない。現に、「実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持されるため、引き続き経済活動をしっかりとサポートしていく」と声明文に明記されている。

物議を醸した12月会合の現状維持は賃金情勢と第二次トランプ政権にまつわる2つの不透明感が理由として持ち出された。この点、簡易説明資料に照らすと、賃金に関しては「昨年に続きしっかりと賃上げを実施するとの声」の存在

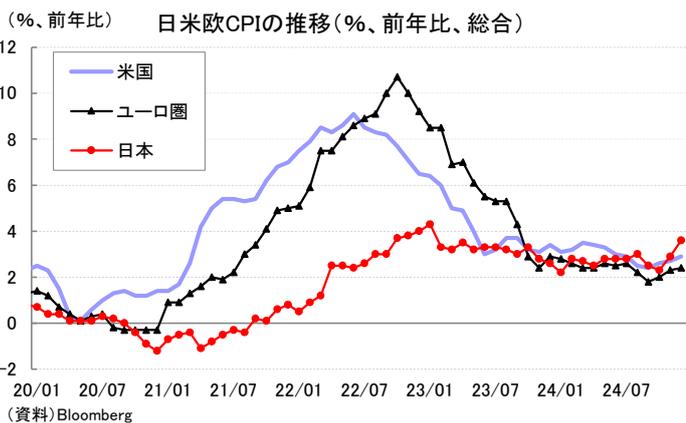
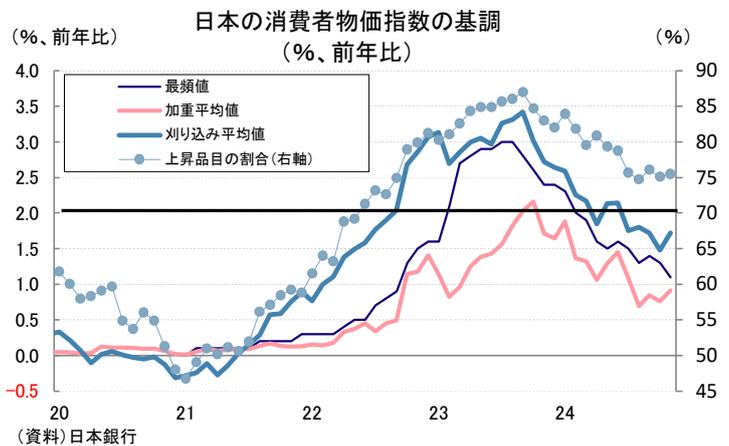


が指摘され、第二次トランプ政権に関しては「様々な不確実性は意識されているものの、国際金融資本市場は全体として落ち着いた状況」と指摘されている。「2つの不透明感には片が付いた」という整理が透ける。市場に混乱がなく、賃金に強さが感じられるため「展望レポートのシナリオに沿って利上げした」というのが今回の総括だろう。今後に関しては、簡易説明資料の上部に明記された「経済・物価は、これまで示してきた見通しに概ね沿って推移、先行き、見通しが実現していく確度は高まってきている」との文章が当面の日銀の挙動を拘束することになる。

ちなみに今回の利上げを経て、日銀とスイス国立銀行(SNB)政策金利は並んだわけだが、両通貨の対ドルでの動きには雲泥の差がある。繰り返し論じてきたように、今次円安局面を金利面だけから正当化するのは無理があるし、スイスフランの動きと比較すれば、その点は自明であるように思える(前頁図)。象徴的にはスイスは貿易黒字を積み上げ、日本は貿易赤字に転落しているという事実は確実に影響していると考えられる。

～既に中立金利?との思惑について～

今回の利上げに対し消費者物価指数(CPI)の基調の弱さを指摘しつつ、利上げに反意を示す向きもある。確かに、「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」を見るとインフレ率は「+1.0～+1.5%」のレンジにある(右図・上)。自然利子率が「▲1.0～+0.5%」だとすれば、仮にインフレ率を+1.5%と仮定すれば中立金利は「+0.5～+2.0%」ということになる。この見地に立てば既に政策金利は中立水準に達したということになるし、インフレ率を+1.0%と置けば引き締め状態に入ったということになる。その点に因んで性急さを指摘するのは分からなくはない。しかし、家計部門が体感するインフレは基調ではなく総合であり、この点も無視できなくなっていることは否めない。例えば2024年12月のCPIは総合ベースで前年比+3.6%と生鮮食品を中心として大幅な伸びが見られた(右図・下)。2024年、歴史的な上げ幅として好感されたベアの平均上げ幅がほぼこれと同じ3.56%であった。もちろん、12月CPIは瞬間風速ゆえ両者が相殺されたとまでは言えないが、实体经济で起きていることは値上げと賃上げの循環である(敢えて「好」循環とは呼ぶことは控える)。植田総裁は「だからといってポンポン上げるか」と安易に考えずに、注意深く進めていきたい」と早期利上げ期待をけん制するが、円安インフレが続く限り、利上げはいつ何時でも決定される可能性はある。円安抑止を目的とする



利上げに関し、相応の民意は得られる雰囲気もある。この点は政治もそれは理解するところではないか。実際、日経新聞が 26 日に公表した調査では、利上げへの評価について「評価する」との回答が 54%で「評価しない」の 34%を大きく上回っている。

なお、需給ギャップが埋まらないことを利上げ反対の理由として挙げる向きもあるが、やや浅薄に思える。というのも、そもそも人手不足で資本稼働率が低位安定を強いられているという現状があるからだ。「労働供給制約ゆえに、資本設備を使いたくても使えない」という現状があるとすれば、実態以上に経済が遊休資産を抱えている(需給ギャップが緩んでいる)ように見えてしまう恐れはある。この辺りは諸説あり得るが、そこかしこで労働面での供給制約が指摘される中、「需給ギャップに余裕があるから利上げは尚早」という主張は鵜呑みにできない。物価、賃金、円金利、全てが上がる中で、通貨の値段である金利も上がるというごく自然な相場現象が起きているのではないかと。

～結局、為替次第の追加利上げ～

簡易説明資料の最後には「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」と明記してある。「今後も利上げはある」という意思表示が一般向けにも発信される状況であり、必然的に市場の関心は「次はいつか」に移る。今回の「展望レポート」における物価見通しの上昇修正はエネルギー補助金やコメ価格上昇など特殊要因であり、そこに想定外の円売りも重なったという意味で「一時的なコストプッシュ要因が大きくなった」ことに起因している(図：展望レポート)。それゆえ、今回の見通し上方修正によって積極的な利上げが要求されるわけではない。実際、本稿執筆時点の金融市場では 0.75%への追加利上げは 10 月会合まで織り込まれていない。植田総裁も「(物価の見通しは)今年の半ばくらいまでの上方修正で、その後は落ち着いてくるものとみている。深刻なビハインド・ザ・カーブの状況にあるとは今のところ見ていない」と述べており、利上げの必要性は上半期中に収束してくる可能性も示唆される。

しかし、身も蓋もないが、現状維持を貫けるかどうかは結局為替次第だろう。今回はそうではなかったが、昨年 7 月のように円売りで利上げを煽られるという懸念は常にある。声明文には「このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって、2024 年度が 2%台後半となったあと、2025 年度も 2%台半ばとなる見通し」と記述されており、これが政策変更の一因となっ

日銀政策委員の大勢見通し (前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2024年度	0.4~0.6 <0.5>	2.6~2.8 <2.7>
10月時点の見通し	0.5~0.7 <0.6>	2.4~2.5 <2.5>
2025年度	0.9~1.1 <1.1>	2.2~2.6 <2.4>
10月時点の見通し	1.0~1.2 <1.1>	1.7~2.1 <1.9>
2026年度	0.8~1.0 <1.0>	1.8~2.1 <2.0>
10月時点の見通し	0.8~1.1 <1.0>	1.8~2.0 <1.9>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行



た背景が透ける。極端な話、次回3月会合時点で170円台に接近していれば、「為替円安等に伴う輸入物価の上振れ」を懸念した上で金融市場における利上げ織り込みも機動的に変化してくるはずである。真の問題は当面のFOMCが現状維持を重ねた上で「利下げの終わり」を明示するような展開に至ったときに、どれほど円安が進み、それが輸入物価経由で一般物価を押し上げるのかに尽きる。現時点では、年内いっぱいをかけて日米の政策金利は▲60bpほどしか縮小しない想定だが、これはFRBが「2回も利下げできない(織り込みは1.6回程度)」という想定に基づいている(前項図)。これが「1回も利下げできない」、「2026年は利上げ再開も」といった予想変容に至ると当然、ドル/円相場が押し上げられる要因になる。この時、日銀は利上げで金利差を縮め、円安抑止を図ろうとするだろうが、これはもはや先進国ではなく途上国で定番の仕草である。徐々に、しかし確実に金融政策の通貨政策化が進みつつあるように感じられる。

いずれにせよ、植田総裁が会見で述べた「ペースやタイミングについては今後の経済・金融情勢次第と考えており、予断は持っていない」との弁はタカ・ハト双方に受け止めるべきであり、最近の金利・為替情勢を踏まえれば、思わぬタカ派シフトにも警戒を怠るべきではない。

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.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24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
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～
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「ブラザ合意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	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に～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(ナローバズに嵌まる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～