

みずほマーケット・トピック(2025 年 3 月 17 日)

日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～

今週の日銀会合は現状維持を予想。「1 月利上げの効果を見極める」との大義が押し出された上で、総裁会見では「展望レポート通りの経済・物価情勢であれば利上げ路線が続く」という従前の情報発信が繰り返されるだろう。そのほか第二次トランプ政権による追加関税を背景に世界の経済・金融情勢は明らかに不安定化しており、安全保障面でもユーロ圏債券市場の余波が円債市場に及んでいる状況。そもそも昨年来、「第二次トランプ政権発足に伴う不透明感」は「国内賃金行動」と共に利上げを見極める理由だった。国内的には「1 月利上げの効果を見極める」、国外的には「トランプ政権の追加関税の悪影響を見極める」という材料がそろっており、円安がピークアウトしていることも手伝って、今回は比較的自信をもって現状維持を決断できる状況か。現状、金融市場の利上げ見通しは「半年に 1 度」程度であり、連続利上げを急かすような機運もない。雇用・賃金情勢は強いと認めつつ、追加利上げに含みを残す会合になろう。

～自信をもって現状維持～

今週は日米金融政策決定会合が開催される。最近の状況を踏まえれば、注目度は日銀金融政策決定会合の方が些か大きいと言えそうだ。多くの市場参加者が予想するように今回は現状維持を見込んでおくことが無難と考える。まず、「1 月利上げの効果を見極める」との大義がある。その上で総裁会見においては「展望レポート通りの経済・物価情勢であれば利上げ路線が続く」という従前の情報発信が繰り返されるだろう。「所詮はディールの手段」と見られていた第二次トランプ政権による追加関税は予想に反して着々と実行に至っており、世界の経済・金融情勢は明らかに不安定化している。また、関税政策だけではなく米国が EU とウクライナの頭越しにロシア・ウクライナ戦争を停戦に持ち込もうとしていることで EU の安全保障戦略が揺らぎ、その影響がユーロ圏内外の債券市場にも及んでいる。この余波もあって、日本の 10 年債利回りは既に 1.50%を突破している。日銀はこの金利上昇ペースに動揺を見せることはしていないものの、警戒感は抱いているだろう。

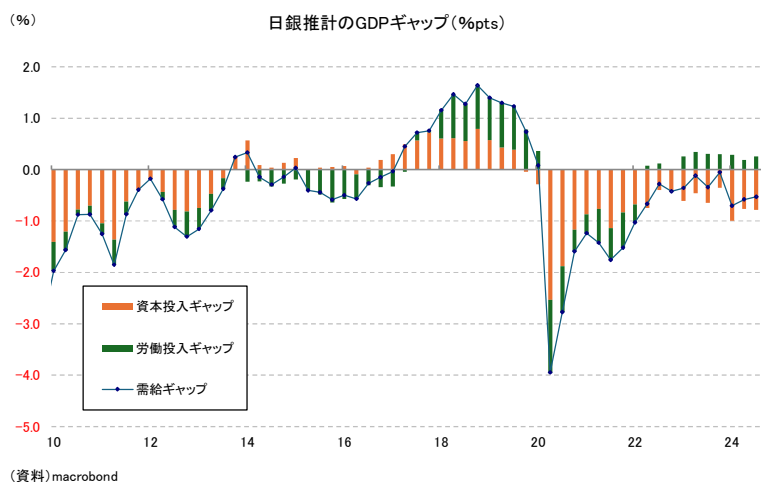
そもそも昨年来、「第二次トランプ政権発足に伴う不透明感」は「国内賃金行動」と共に利上げを見極める理由でもあった。まとめると国内的には「1 月利上げの効果を見極める」、国外的には「トランプ政権の追加関税の悪影響を見極める」という材料がそろっており、円安がピークアウトしていることも手伝って、今回は比較的自信をもって現状維持を決断できる状況と見受けられる。

～需給ギャップのタイト化も引き続き警戒～

もっとも、上述したように、利上げ路線の持続可能性についても自信を覗かせるはずだ。1 月の展望レポート以降で注目を集めている労働供給制約に力点を置いた需給ギャップのタイト化については今回も言及が見られるだろう。連合が先週 14 日発表した 2025 年春季労使交渉の第 1 回回答集計は、基本給を底上げするベースアップ(ベア)と定期昇給(定昇)を合わせた平均賃上げ率は 5.46%と昨年の 5.28%を上回った。「労働供給制約により資本設備が使えないために需給ギャ

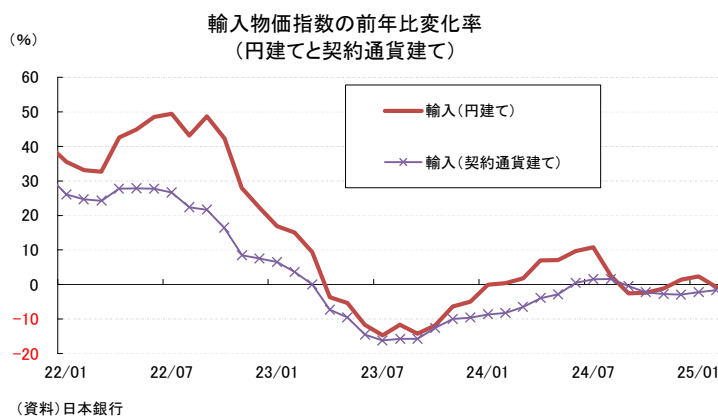
ップ全体で見るとタイト化が過小評価されている」という基本姿勢は崩さず、雇用・賃金面からのインフレ圧力に警戒感が示されるはずだ(図)。現状維持に際しては「中小企業まで含めた最終回答がどこまで至るかを見極めたい」という本音も用いられるのではないかな。なお、3月5日の会見で内田日銀副総裁は「想定される程度のペースの利上げであれば、経済の反応を確認しながら進めてい

けるだろう」と発言した。その上で「特定のペースを念頭に置いたものではない。市場の見通しと日銀が考えている見通しに多少の違いがあっても、毎回の金融政策決定会合で利上げするようなペースではないから、経済や物価などの反応を見ながら考えていけばよいという意味だ」と重ねている。現状、金融市場の利上げ見通しは「半年に1度」程度であり、連続利上げを急かすような機運はない。雇用・賃金情勢は強いと認めつつ、追加利上げは次回以降という含みを残すだろう。



～通貨政策の観点～

なお、現行の金融政策運営において円相場の動向が陰に陽に意思決定に影響を与えていることは論を待たない。こうした「金融政策の通貨政策化」を感じさせる場面は過去1年で断続的に見られている。マクロ的には円安発・輸入物価経由の一般物価上昇、一言で言えば円安インフレの影響として可視化されており、これを利上げで緩和するというアクションが取られている。経済指標としては円建て



輸入物価指数の前年比変化率が最も参考になる論点である。この点、最新である2月分は円安のピークアウトや原油価格の軟化もあって3か月ぶりに前年比で下落が見られている(図)。金利上昇の弊害が意識されやすい日本社会において、とりあえず円安インフレの余波が収まっている以上は焦って利上げする必要はないというのが通貨政策の観点からも取られる評価ではないか。

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3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
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	ワノッチは解消されたのか～日銀レビュー～
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～