

みずほマーケット・トピック(2025 年 4 月 8 日)

残された望みは「緊急協調利下げ」か？

相互関税導入を受けた世界同時株安は反転の契機を掴めていない。発端となっている相互関税は即時撤回が無い限り、「交渉を経て切り下げる」か「放置する」かの 2 択しかないため、当分不透明感は残りそう。基本的に「交渉を経て切り下げる」が断続的に進む中、市場のセンチメントが徐々に回復する展開をメインシナリオとするが、だとしても時間のかかる話ではある。この動揺をとりあえず収める方法があるとすれば、やはり中央銀行の「次の一手」か。端的には緊急協調利下げを期待する声は早晩出てくる可能性。利下げによって関税コストが世界経済から消えるわけではないが、株価急落の歯止めにはなるだろう。過去の大きなショック同様、主要国中央銀行が同時に動くことがあり得るのか。今回もその例に当てはまりそうだが、関税政策の特質を踏まえ、パウエル FRB 議長は早期利下げに否定的な現状がある。片や、日銀は利上げ路線の頓挫が濃厚。積み上がった円ロングポジションの持続可能性は争点にならざるを得ない。

～昨年 8 月よりも明らかに深刻～

相互関税導入を受けた世界同時株安は反転の契機を掴めないでいる。昨日は関税措置の 90 日間停止を検討との報道に一時反転が見られたものの、ホワイトハウスがフェイクニュースと否定したこともあり、結局株価は前日比下落で引けている。しかし、関税の一時停止は如何にもありそうな展開でもあるため、金融市場は一方向に動きにくくなっている印象も抱かれる。

現状と昨年 8 月との比較が頻繁に持ち出されているものの、その違いは明確だろう。昨年 8 月に関して言えば、①米国発ではなく日本発であったこと、②米経済失速懸念はあったものの実際は強かったこと、③原因となった①(≡日銀利上げ)も直ぐに火消しが行われたことなど、動揺が短期で終息するだけの条件が揃っていた。内田日銀副総裁による③の「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはしない」との発言は今も市場参加者の拠り所となっている節があり、現に本稿執筆時点における年内の日銀利上げ織り込みはゼロ回と完全に雲散霧消してしまっている。

これに対し、今回は(A)日本発ではなく米国発であること、(B)相互関税は確実に米国経済を蝕むこと、(C)トランプ政権は意図的に混乱を引き起こしており止めるつもりがないことなど、当時と比較して根は深そうである。少なくとも発端となっている相互関税は即時撤回が無い限り、「交渉を経て切り下げる」か「放置する」かの 2 択しかないため、当分不透明感に残らざるを得ないだろう。基本的に「交渉を経て切り下げる」が断続的に進む中、金融市場のセンチメントが徐々に回復する展開をメインシナリオとするが、だとしても時間はかかる話である。当のトランプ大統領が「時には何かを治すために『薬』を飲まなければならないこともある」、「市場のことは少し忘れて欲しい」と市場混乱を気にかけおらず、根本的な不安払拭は当面の間、難しいと見た方が良い。

～僅かな望み「緊急協調利下げ」～

この動揺を収める方法があるとすれば、やはり中央銀行の「次の一手」ということになるだろうか。

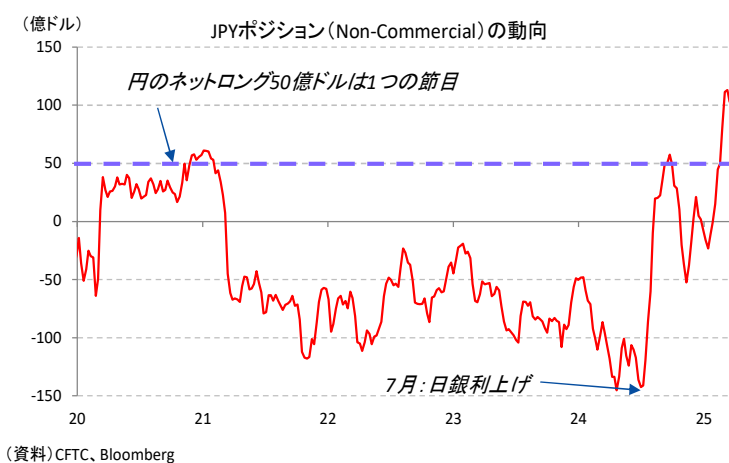
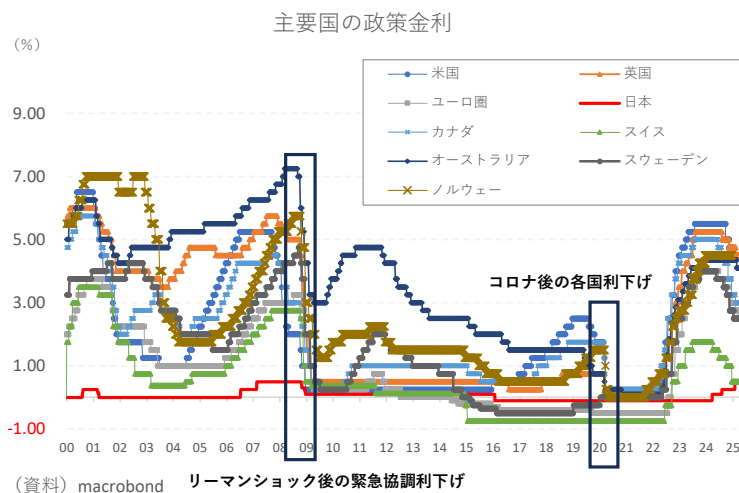
端的には緊急協調利下げを期待する声は出てくる可能性がある。利下げしたからと言って関税コストが世界経済から消えるわけではないため対症療法にしかないが、株価急落の歯止めにはなるはずである。現在の混乱はリーマンショックやコロナショックと比較されるほどの震度だが、いずれのショックでも主要国中央銀行はほぼ同時に緩和方向の一手を打った経緯がある。厳密にはリーマンショック直後の2008年10月8日にはFRB、ECB、イングランド銀行(BOE)、カナダ中銀、スウェーデン中銀、スイス中銀が▲50bpsの協調利下げに踏み切っている。また、コロナショックの際は協調行動でこそなかったが、概ね同じタイミングで利下げないし緩和強化に踏み切った経緯もある¹。巨大なショックの直後に中央銀行が金融市場の緊張を和らげようとするのは常であり(図)、今回もその例に倣う可能性は十分考えられる。

しかし、厄介なことに今回は発端が関税政策である。パウエル FRB 議長は現時点で関税政策が持つ短期的なインフレ圧力を念頭に早期利下げの可能性を否定している。震源地であるFRBが動かない限り、他中銀が協調してもさほど下支え効果は見込めないだろう。緊急協調利下げは期待されるものの、現状ではメインシナリオに置きづらいものである。

～日銀利上げは完全に頓挫～

一方、日銀に関しては、内田副総裁による昨夏の「金融資本市場が不安定な状況で、利上げをすることはしない」との発言に照らせば、利上げは当面暗礁に乗り上げたと言わざるを得ない。本稿執筆時点で0.75%への利上げは今年12月19日会合までに30%も織り込まれていない。こうした状況下、次回(4月30日～5月1日)会合はもちろん、次々回会合(6月17～18日)も利上げは難しいとの情報発信で

不安を鎮めることに徹する可能性がある。ここで問題になるのが円相場への影響である。為替市場でかねて注目されているように、投機ポジションの代理変数として注目されるIMM通貨先物取引の状況によれば、対ドルでの円ポジションは2025年2月にネットロングに転じて以降、着実に積み上



¹ ここで「緩和強化」は日銀だけが利下げ余地が無かったため、ETFやREITの買い増しや新型コロナ対応特別オペという手段に訴えかけたことを指している。

げが進み、最新となる4月1日時点でも100億ドルを超えている。歴史上これほどの水準まで円ロングが積み上がっていたことは無いし、持続したこともない。145円近傍という年初来高値圏はこうしたポジションの結果だが、そもそもこれは「日銀の持続的な利上げ」を織り込んだ取引戦略だったはずだ。現状ではその前提が潰れた代わりにFRBの利下げが望めるという状況が生まれているので、何とか円ロングを維持する道理も保たれている。よって、このまま巻き戻しが先送りされながら円安相場が阻止される可能性もある。しかし、円金利が先進国で最低水準にあるという事実は変わっていない以上、円ロングに伴うネガティブキャリーのコスト構造も続く。「巻き戻しは難しいかもしれないが、買い増しも難しい」という状況が当面予想される中、ドル/円相場の下値は堅いというのが引き続き筆者の基本認識である。

国際為替部
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4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
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～「円安はするい」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～近づき「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(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
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～