

みずほマーケット・トピック(2025年6月12日)

日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～

6月日銀会合は政策金利の現状維持は既定路線として、「26年1～3月期までの国債買い入れ減額計画の中間評価」と26年4月以降の買い入れ方針公表が注目される、具体的には、減額ペースの処遇が関心事に。筆者は「べき論」も含めて言えば、現行の減額ペース(四半期ごとに▲4000億円)を継続すると予想するが、市場では「四半期ごとに▲2000億円」と「減額ペースの減速」が予想の中心。為替市場に関して言えば、「現行の減額ペースを継続する」というゼロ回答であれば、円金利上昇と共に円高、その逆であれば逆の反応といったところか。今回、超長期金利のボラティリティー上昇を理由に日銀が動けば今後、似たような期待が付いて回り、債券市場の機能回復は一向に進まないだろう。YCCが終わった以上、もう日銀は関与すべきではないはず。為替市場に取り合わないのと同様、短期金利市場以外の金利市場に取り合わないという姿勢を毅然と示すのが今回の会合の目的になるのではないか。

～6月日銀会合、予想は割れる～

来週16～17日に開催される日銀金融政策決定会合についてプレビューをしておきたい。現状、市場予想の中心は無担保コール翌日物金利の誘導目標(現行0.50%程度)の据え置きである。筆者も同様に予想する。日本経済に復調傾向が確認されるものの、関税交渉の行方が明らかになる7月以降を待たずに利上げできるほど堅調な状況とは言えない。ECBのように「次の一手」が利下げ方向の運営ならばまだしも、現段階で利上げを打ち込むのはリスクが高いだろう。

もっとも、今回注目されるのは政策金利の調整ではなく、2024年7月に決定した「2026年1～3月期までの国債買い入れ減額(テーパリング)計画の中間評価」だ。中間評価の上、2026年4月以降の買い入れ方針も公表されることになるが、そこで示される減額ペースの処遇が関心事となる。5月以降に直面している超長期債市場のボラティリティー上昇を理由に日銀が何らかの配慮を示すのか、端的には「減額ペースを大幅減速」させるようなことがあるのかという期待が漂っている。筆者は「べき論」も含めて言えば、現行の減額ペース(四半期ごとに▲4000億円)を継続すると予想するものの、市場では「四半期ごとに▲2000億円」と「減額ペースの減速」が予想の中心と見受けられる。この意味で予想は割れており、それなりに会合後の金融市場のリアクションは荒れるかもしれない。為替市場に関して言えば、「現行の減額ペースを継続する」というゼロ回答であれば、円金利上昇と共に円高、その逆であれば逆の反応といったところか。

～日銀が関与すべきではない理由～

上で「べき論」と述べたのは、2024年3月のマイナス金利解除と共にイールドカーブ・コントロール(YCC)は終わっているのだから、もう日銀は長期債・超長期債市場に関与すべきではないというごく普通の趣旨からの主張である。YCC終了と引き換えに日銀は操作対象を無担保コール翌日物金利に絞っており、異次元緩和で毀損した債券市場の機能復元を企図してテーパリングに踏み切

っている。超長期債市場の金利急騰は文字通り、市場機能が作用した結果であり、これを抑止することはそもそも日銀が目指している方向とは齟齬がある。もちろん、日銀は「長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に、買入れ額の増額、指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施」とヘッジ文言も提示しているため、今回の超長期金利の急騰がこの事態に相当するかどうかが目目される。だが、元々、市場参加者が限られている超長期債市場のボラティリティー上昇を抑制対象と見なすのか。30年以上の超長期金利が急騰すること自体、日本経済の消費・投資意欲にさほど影響が無いという見方もあり、その点からも日銀が動く理由には乏しいように思える。強いて言えば、政府の歳出計画に影響はありそうだが、だからこそ2025年度国債発行計画の年限構成を再検討するとの観測が浮上している。発行計画の修正を前提とすれば、日銀が動く理由は尚の事ない。

今回、日銀を巡る思惑は、過去3年間、円安に対峙した時に展開されていた思惑と似ている。円安が起きるたびに引き締め観測が強まるものの、動いてしまえば「円売りで引き締めを引き出せる」との投機的思惑を強め、収益機会を提供することになってしまう。結果として毎会合前に投機的な円売りが盛り上がってしまうため、日銀は動けなくなる。実際、会合前後に円安が加速する場面が植田体制では繰り返された。今回も似ている。仮に今回、「減額ペースを大幅減速」という一手を取れば、今後、円金利が上がるたびに日銀が債券市場に介入してくるという期待が固定化される恐れがある。そうなれば市場機能の回復などいつまで経っても実現はしないだろう。非情に見えても、ゼロ回答を突き付けることが長い目で見れば真っ当な対応だったということになるはずである。

為替市場に取り合わないのと同様、短期金利市場以外の金利市場に取り合わないという姿勢を毅然と示すのが、今回の会合の目的になるのではないだろうか。

～植田発言から読めるもの～

現状、6月3日の内外情勢調査会における植田総裁の講演に注目する向きは多い。植田総裁は日銀の見通しに沿って「基調的な物価上昇率が2%に向けて高まっていくという姿が実現」していけば、経済・物価情勢の改善に応じて「金融緩和の度合いを調整していく」という従来の基本方針が不変である点を強調している。恐らく今回の中間評価は「一定の効果あり」と前向きの評価を与える可能性が高く、この点から減額ペースを大幅に落とすような政策は考えられない。一方、通商政策の今後の展開を巡る不確実性が極めて大きいとした上で、政策運営については「これらの動向を丁寧に確認したうえで適切に判断」するとの発言も見られている。この言動からは確かに「減額ペースの減速」も感じ取れる。あくまで従前通りの減額ペースを約束してゼロ回答を貫く方が首尾一貫とした情報発信になるだろうが(筆者はこちらを予想するが)、「四半期ごとに▲2000億円」であれば微細な修正として市場機能の復元という大義には影響しないという判断もあり得るだろう。

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6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内投資目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマニデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
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～データを超え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	ドイツ総選挙プレビュー～「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～近づくと「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	ワンツ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～