

みずほマーケット・トピック(2025年6月18日)

貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～

注目された日銀金融政策決定会合は26年4月以降の国債買い入れの減額ペースに関し、従前の「四半期ごとに4000億円」から「四半期ごとに2000億円」へと減速を決定。超長期債市場の混乱に相応の配慮を示した格好。今回の前例を踏まえ、今後の債券市場の挙動次第では「減額ペースの減速」やQT停止を催促するような気運はどうしても高まりやすくなる可能性。金利が上昇するたびに「異常な変動率」との解釈が跋扈しQT修正が期待されやすいという構図は、円安が起きるたびに利上げが期待されていた構図と似ている。来年6月の中間評価までに、ストック効果の減退も相まって、金利急騰は断続的に起きやすいだろう。この際、指値オペなどの用意も示唆されているが、実施のハードルは高く、仮に実施されたとしても高確率で円安がセットで付いて回るはずだ。債券市場が荒れるたびに相応のアクション(債券市場への優しさ)を求められ、円安が解消されない、もしくは進展してしまうという懸念は多分に残されている。

～「べき」論を超えた優しさ～

16～17日の日銀金融政策決定会合は政策金利(無担保コール翌日物レート)を0.5%で据え置く一方、注目された2026年4月からの国債買い入れの減額ペースについて減速させる方針を決定した。市場予想通り、従前の「四半期ごとに4000億円」から「四半期ごとに2000億円」へとペースを緩めることになる。植田日銀総裁は「減額ペースの減速」を決断した理由として「あまりに早めに減額を進めて国債金利が異常な変動率を示せば経済にマイナスの影響を与える。大規模緩和の副作用が表れないよう注意深く進めている」と説明している。率直に4月以降、注目される超長期債市場の混乱に相応の配慮を示した格好だ。額面通り受け止めれば、4月以降に直面した超長期金利の急騰は「異常な変動率」だったということになるだろうか。元々参加者が限られている超長期債市場のボラティリティの高さは商品性の一環であるように思えるが、日銀はそこまで割り切れなかった。

本欄プレビューでも論じたように、購入額の段階的縮小(量的引き締め、以下QT)の狙いはあくまで毀損した債券市場機能の復元にあり、「べき論」を貫くのであれば「減額ペースの減速」は不要だった。「四半期ごとに4000億円」と示された従前のQTペースを遵守して債券市場が荒れるのだとすれば、それは発行計画が市場実勢に対して無理があると解釈するのが本筋だろう。少なくとも、市場機能の復元を企図するのであれば、粛々と「四半期ごとに4000億円」を継続すべきであったように思う。実際、植田総裁も「なぜ2000億円という減額幅にするか」と問われ、「予見可能性の意味では4000億円のまま続けることに利点があったが、市場の安定性に配慮した」と述べている。超長期金利急騰に伴う地銀経営や政府の国債発行計画への悪影響が優先的に配慮されたと言える。

今回の決定は「べき」論を超えて債券市場への優しさを提示したと言ったところだろうか。もっとも、日銀がこうした決断をした背景には、昨年8月のように日銀が市場予想に反した決定に踏み込み、市場崩壊の引き金を引いたとの嫌疑をかけられることを回避したかったという思惑もあろう。7月に国政選挙を控える以上、植田ショック2.0はどうしても避けなければならない。

～優しさの代償～

もちろん、▲2000 億円の減額となっても、日銀の長期国債保有額が減少路線にあることは変わらないため、債券市場への優しさもまだ節度を保っている。今後の順次償還を踏まえれば、新計画がこのまま継続した場合、長期国債保有残高は現在の 577 兆円から 2027 年 3 月には 500 兆円程度の着地になると見込まれる。QT が開始した 2024 年 6 月が 592 兆円であったため、そこから▲16%程度の削減になる。これにより QT 開始時点で 6 兆円弱だった月間の国債購入額は 2027 年 1～3 月期には 2 兆円程度まで減少することになる。これに伴って中央銀行が国債を大量保有することで生じる恒常的な長期金利の低下圧力(いわゆるストック効果)も漸減することになるため、4 月以降に見たようなボラティリティの高まりは引き続き現れやすい。問題は、そのたびに今回のような対応を期待されると QT 停止への期待が必然的に出やすくなるということだろう。実際、今回も「2027 年 1～3 月期の月間購入ペースを 2 兆円程度まで落とした上で QT 停止を示唆する」という期待はあった。実際は同 4～6 月期以降の方針は明かされず、その点だけを捉えてタカ派的だと論じる向きもある。しかし、今回の前例がある限り、今後の債券市場の挙動次第では「減額ペースの減速」や QT 停止を催促するような気運はどうしても高まりやすくなるだろう。

金利が上昇するたびに「異常な変動率」との解釈が跋扈し QT 修正が期待されやすいという構図は、円安が起きるたびに利上げが期待されていた構図と似ている。いみじくも植田総裁が述べるように、何もせずに現状維持を貫く方が金融市場における予見可能性は高まったように思える。

～重要な変数となる 26 年 6 月「中間評価」～

今後の注目は減額ペースではなく QT 停止時期になる。今回は 1 年後の 2026 年 6 月に再び QT を巡って中間評価が実施される方針が示されている。その時には月間購入額の下限についてより解像度の高いイメージが共有されることになるはずだ。この点、5 月に開かれた「債券市場参加者会合」の議事録を見ると、QT 停止に至る月間購入額については 1 兆円から 3 兆円まで 5000 億円刻みで多様な意見が交錯しており、現時点でコンセンサスがあるとは言えない。今からその予想を検討する必要はないが、各種資産価格の中期予想を検討するにあたっては 2026 年 6 月に判断される QT の処遇は 1 つの重要な変数となってきたきそうである。リスクシナリオとしては、「中間評価まで債券市場は持つのか」という視点も必要かもしれない。今回はたまたま超長期債市場の混乱直後に中間評価のタイミングが一致したため、「減額ペースの減速」への期待が奏功したが、同じような混乱が年内に生じた場合、より対処は難しくなるように思える。

～金利上昇か、円安か～

もちろん、QT に際しては「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」とのヘッジ文言があるため、次回中間評価までの緊急事態ではそうしたアドホックな対応で乗り切る用意はある。しかし、そのようなリアクションには必ず円安がセットで付いて回るはずである。金利上昇か。円安か。いずれかを受け入れなければならない現状に対して、今回は「債券市場への優しさ」、すなわち金利上昇を抑制する方策を取ったわけだが、幸いこの程度の決定であれば円安は限定的なもので済んだ。しかし、今後、買入れ増額や指値オペの類が発動された場合、為替市場が黙ってみているとは思えない。債券市場が荒

れるたびに相応のアクション(債券市場への優しさ)を求められ、円安が解消されない、もしくは進展してしまうという懸念は多分に残されたままである。

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.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6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) 週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
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～
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	米国債格下げの影響～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～デュアルマンデートの拮抗～
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	最強通貨の地位が繰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～
2025年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分) 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～「円安はすらい」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
2025年2月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分) 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らガルド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、パリテリ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