

みずほマーケット・トピック(2025 年 8 月 27 日)

円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～

日本国債の 10 年物金利が 1.60% 台で定着している。円金利の上昇は長期・超長期のゾーン（10 年以上）でより顕著であるため、目先の金融政策運営を意識した動きかどうかは議論の余地もある。財政リスクへの懸念はないのだろうか。日々、その可能性が報じられる自民党総裁選の前倒しは石破首相への退任勧告であり、7 月参院選直後に浮上し、ようやく沈静化したと思われた政局流動化懸念を再燃させるもの。この期に及んで「金融政策は現状維持で、財政政策は拡張路線」という債券市場が最も嫌気するであろうポリシーミックスへの懸念が円金利を押し上げているのではないかと推察される。足許の円金利上昇が財政リスクを意識していると仮定した場合、日米金利差縮小に伴う円高観測は本質的ではない。事実、円金利上昇が争点化し始めた 5 月以降、日米金利差は縮小の一途をたどっているが、ドル/円相場はじり高傾向。国政選挙のたびに財政リスクが争点化し、円金利上昇と円安が併存するというのが日本の風物詩になるのか。

～円金利上昇の背景～

8 月下旬に入り、日本国債の 10 年物金利が 1.60% を超え、これが定着している。夏枯れ相場とも言われる中、何が円金利を押し上げているのか。金融市場ではクック FRB 理事の解任騒動を巡って FRB の独立性に疑義が生じており、これが米国債利回りの上昇に繋がっているものの、この影響も当然あるだろう。しかし、国内に目をやっても、ジャクソンホール経済シンポジウムにおける植田日銀総裁の講演を「名目賃金上昇を理由とした追加利上げの示唆」と受け止める向きもある。日米双方の中銀要因を受けて円金利の押し上げに繋がっていると解釈するのが最もシンプルかもしれない。



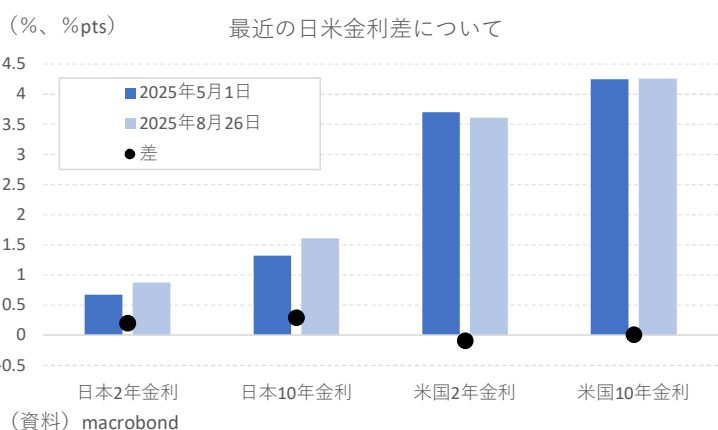
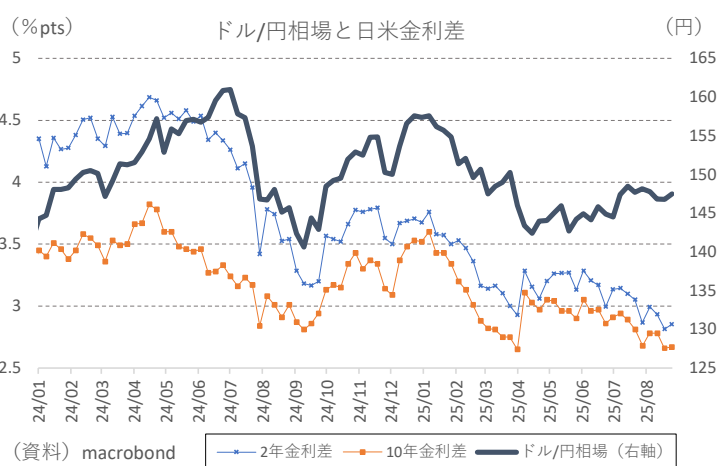
に繋がっていると解釈するのが最もシンプルかもしれない。

もっとも、円金利の上昇は長期・超長期のゾーン(10 年以上)でより顕著であるため、目先の金融政策運営を意識した動きかどうかは議論の余地もあるように思える。長期・超長期ゾーンの金利が押し上げられているという事実を国内情勢から説明する場合、やはり財政リスク要因という議論にならざるを得ない。具体的に 8 月に入ってから関連話題を挙げるとすれば、やはり日々報じられる自民党総裁選の前倒し観測だろうか。総裁選の前倒しは事実上、石破首相への退任勧告であり、7 月参院選直後に浮上し、ようやく沈静化したと思われた政局流動化懸念を再燃させる。7 月の参院選前後では財政リスクと結び付けられて円金利上昇が解説されていたことを思い返したい。もっとも、7 月末の日銀会合で現状維持が決定され、円金利上昇は収束に向かったため、財政リスク懸念の

「本気度」は怪しい部分もあったわけだが、8月に入ってからガソリン税の暫定税率廃止も断続的に取りざたされ、その代替財源は特に候補が無いという観測がもつぱらである。この期に及んで「金融政策は現状維持で、財政政策は拡張路線」という債券市場が(利下げは現実的に無いとして)最も嫌気するであろうポリシーミックスが展開されそうな状況を受けて、円金利は上昇しているのではないだろうか。少なくとも、日銀の利上げ観測だけで解説するのは難しいように思える。

～日米金利差縮小でも円安～

かかる状況下、日米金利差からドル/円相場の動向を占うのは一段と難しくなっている。過去の本欄でも論じたが、足許の円金利上昇が財政リスクを意識していると仮定した場合、日米金利差縮小に伴う円高観測は本質的ではない。財政リスクに対する懸念はそのまま日本国債と日本円に対する懸念でもあるのだから、円高の理由になるはずがない。事実、円金利上昇が争点化し始めた5月以降、日米金利差は縮小の一途をたどっているものの、ドル/円相場はじり高傾向にある。5月初頭から足許にかけて、10年物の円金利は約+30bp 上昇しているのに対し、米金利は概ね横ばいだった。つまり、日米金利差は円金利上昇によって縮小したのが、円は買われていないのである。何かと言えば日米金利差で相場動向を解釈する風潮がまだ見られるものの、それでは現状把握すら困難である。石破降ろしに端を発する政局流動化はそのまま「財源なき拡張財政」への連想を呼び、円金利の押し上げを招くだろう。同時に、円金利上昇に呼応して円高が発生するわけではないため、円金利上昇と円安の併存という厳しい状況に直面する。前回参院選で野党勢力が減税と外国人規制を主軸として支持を得た経緯を踏まえれば、来るべく衆院選で与党は同じようなアプローチを検討するだろう。今後、国政選挙のたびに財政リスクが争点化し、円金利上昇と円安が併存するというのが日本の風物詩になるのか。デフレ時代にはなかった視点である。



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8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか? ～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか?～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諸観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は?～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
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	新しい対内直接目標の読み方～「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～デュアルマં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	マールアラウゴ合意の読み方～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J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(世界に拡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	インフレに適応する家計部門～「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