

みずほマーケット・トピック(2025 年 10 月 8 日)

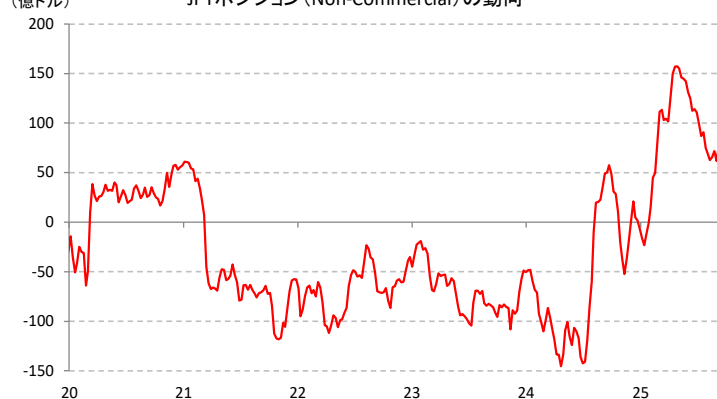
利上げを助ける高市トレード

高市トレードと称されるリフレ政策への期待を反映した地合いは続いており、ドル/円相場は 152 円を突破。IMM 通貨先物取引における「投機の円買い」は一時期の異様な高水準から巻き戻しが進んでいるものの、歴史的に見れば依然高水準が維持されている。巻き戻し余地はまだ警戒すべき。もっとも、こうした期待に依存し過ぎた価格形成は崩れる時も早い。高市総裁自身の言動がまだはっきりと出てきていない以上、足許の相場の持続性には確信が持てない。なお、10 月利上げへの影響を問われることが増えている。真っ当に考えれば 10 月利上げは難しくなったように思えるが、大幅な円安によってむしろ動きやすくなったという考え方もある。世論は円安経由のインフレに対して大きな不満を抱えている。政治的にもこれに応えるための利上げを止める理由がないだろう。高市トレードが利上げを助ける構図に。なお、「コストプッシュ型インフレだから利上げできない」は詭弁。現状のインフレは最終需要に裏打ちされているのも事実。

～「日銀に利上げはさせません」が本音なのか？～

高市トレードと称されるリフレ政策への期待を反映した地合いは続いており、ドル/円相場は 152 円を突破している。これに応じて日経平均株価指数も連日史上最高値を更新しており、典型的なリフレ相場の様相が終わる気配はない。なお、為替について言えば、IMM 通貨先物取引における「投機の円買い」は一時期の異様な高水準から巻き戻しが進んでいるものの、歴史的に見れば依然高水準が維持されている

JPYポジション (Non-Commercial) の動向



(資料) CFTC, Bloomberg

る(図の最新は9月23日時点)。高市総裁の経済政策が本当に第二次安倍政権をなぞるものになってくれば、この「投機の円買い」が中立化されるまで円売り優勢の地合いが続く公算が大きい。

しかし、こうした期待に依存し過ぎた価格形成は崩れる時も早い。何度も論じている点だが、高市総裁自身、財政・金融政策についてどれほどのアクセルを踏もうとしているのか定かではない。特に金融政策運営については政府・日銀の意思疎通の重要性や整合性を強調する日銀法4条を持ち出して「金融政策の方向性を決める責任は政府にある」といった解釈を示唆している。高市総裁の政策志向を踏まえれば、日銀法4条発言は「日銀に利上げはさせません」と言っているようにも見えるわけだが、これも今のところは金融市場の先走った期待である。日本版トラスショックの懸念をけん制する周囲のブレーンが存在することを期待するほかない。ことのほか麻生副総裁の影響力が濃いと言われている状況を踏まえると、真っ当な政策運営への揺り戻しもあり得る。

～10 月利上げに対する影響をどう読むか～

目先で注目される論点は「高市総裁誕生が 10 月利上げの可能性に与える影響をどう評価すべきか」である。結論から言えば、10 月に利上げする可能性は逆に高まったように思える。過去の本欄でも論じたように、筆者は 10 月利上げについて五分五分と考える立場であった。これは 9 月に執行が始まったばかりの自動車関税引き下げの影響を 10 月末に判断するのは難しく、12 月会合まで待てば企業決算や賞与などより多くの情報も得られるというメリットもあるため、急いで利上げに踏み切ることは無いとの考えからだった。米国経済の不透明感に警戒を寄せる植田日銀総裁の弁にも鑑みれば、「10 月ではなく 12 月もしくは 1 月」という可能性は相応に高いと筆者は考えていた。

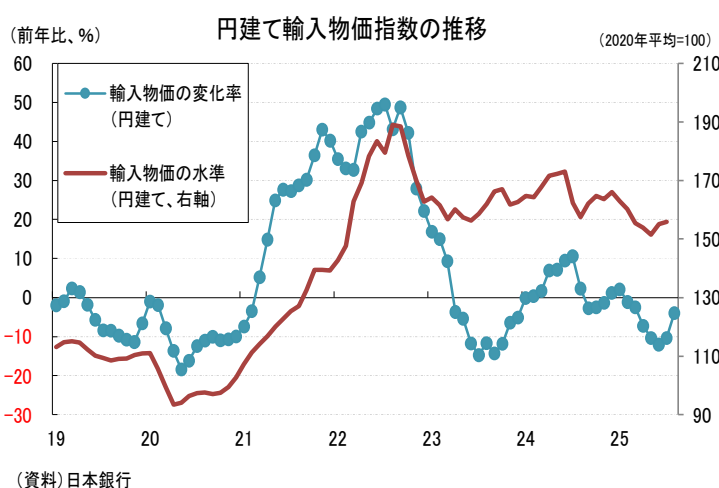
しかし、問題は円安である。ドル/円相場は高市総裁誕生を受けて 3 営業日で +3% 以上も上昇している。円安経由でインフレが輸入される現状について国民の不満は極めて大きい。殆どの国民は直面している物価高が円安に由来しているという事実を認識しているだろうし、円金利の上昇によって現状を打開できるかもしれないと考えている層も存在するだろう（筆者は必ずしもそう思わないが）。「円安を止めるための利上げ」であれば世論に沿った政策運営であり、政治的に反対する理由はないはずである。そもそも 3 年半前に始まった円安から日本のインフレは始まり、その間に 2 つの政権が倒れている。円安インフレを止めない限り、高市総裁の身も危ういことは分かっているのではないかと。高市トレードが続くほど、10 月利上げの可能性は高まるようにも思える。

～コストプッシュ型インフレだから利上げ阻止？～

しかし、高市総裁は総裁就任直後に「コストプッシュ型インフレという状態で放置して、これでデフレではなくなったと安心するのは早い」と述べている。これは「円安により輸入物価が押し上げられた結果のインフレでは利上げの理由にならない」と言っているようにも見える。少なくとも現時点ではそのように解釈する市場参加者は多い。しかし、高市総裁に限らず「ディemandプル型インフレではなくコストプッシュ型インフレだから利上げすべきではない」という頻繁に見られる主張について、筆者は全面的には同意できない。両者のインフレにそれほど大きな差はないように思えるからだ。

確かに、原油価格の一時的な騰勢や何らかの制度変更（例えば補助金効果の剥落など）を受けてインフレ率が突発的に押し上げられるような現象に対して利上げを割り当てる行為は適切ではない。理由は一時的だからだ。しかし、日本の消費者物価指数(CPI)はもう 41 か月連続で +2% を上回っている。直近 8 月分が 9 か月ぶりにようやく +3% を割り込んでおり、基調としての鈍化を指摘する向きもあるが、41 か月続いた現象は普通、一時的とは言わない。一昨日の本欄で

も述べたが、インフレのきっかけがコストプッシュであってもそれに最終需要が付いてきている以上、それは本質的にはディemandプル型インフレと見分けがつきにくいはずである。図に示すように、円



建て輸入物価指数の前年比変化率が下落に転じても、指数水準自体はそれほど修正されていない。よって日本が海外から輸入する財の値段自体は切り上がったままであり、これを受けて企業の価格設定行動も強気に転じるという状況が続いている。

最終需要が付いてこられない水準まで直上げするような企業行動は短命で終わってしまうため、「コストプッシュ型インフレが長引いている」という現象は本来あり得ない。「需要(ディマンド)にけん引(プル)されたインフレ」ではないものの、「需要に裏打ちされたインフレ」は起きていると考えるのが自然だろう。その切り上げられた財の価格に応じて、(人手不足も手伝って)名目賃金の上昇も起きているため、ドル/円相場や資源価格がここからまとまった幅で下落しても、日本の物価水準がかつての低水準に戻ることはあり得ないだろう。10月利上げの有無はさておき、「コストプッシュ型インフレだから」は利上げを見送る理由として決して適切とは言えない。

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10月7日	史上最高値を更新したユーロ/円相場
2025年10月6日	高市政権誕生と今後の論点整理
2025年10月3日	週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点))
2025年10月2日	25年度上半期レビュー～主役の欧州通貨、悲惨な円～
2025年10月1日	いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月26日	週末版
2025年9月24日	ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月11日	警戒すべき「貰い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
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～露は完全に晴れずも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、諦観強まる若年世代
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	貰かれなかった「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	新しい対内直投目標の読み方～「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～デュアルマં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～