

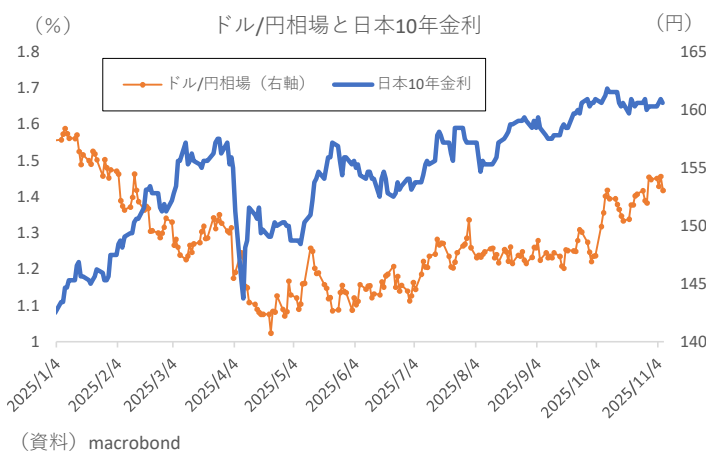
みずほマーケット・トピック(2025 年 11 月 11 日)

リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋

円金利上昇と円安の同時進行が続いている。リフレ志向の強い高市政権として「建前」として 1～2 回の利上げを甘受しそうだが、円安相場が収まる気配はない。それは政権の「本音」が連続利上げの回避にあるという期待が強いからにほかならない。1 月までの利上げが 8 割織り込まれている状況でもドル/円相場は騰勢を強めている。市場が注目するのは「次の利上げ時期」ではなく、あくまで高市首相のリフレ姿勢の確度。結局、「建前」として 1～2 回の利上げを容認したり、拡張財政に関わる表現を多少工夫したりしたところで、過去の首相の発言が猜疑心を招いている。また、普段から金融緩和や拡張財政の有用性を執拗に説いてきた有識者をこぞって政策議論に招き入れていることも懸念事項。かかる状況下、市場参加者は「本音」としてのリフレ期待を当て込んだトレードを止めるわけにはいかない。しかし、いずれインフレによる実質所得環境の悪化が政権支持率に牙をむくだろう。為替水準が手遅れになる前に、高市政権には円建て輸入物価指数や消費者物価指数(CPI)などの動きからリフレ思想を転換して欲しい。

～高市政権、「建前」としての利上げの考え方～

10 月末からの 1 週間で日米欧三極の金融政策決定会合が開催されたものの、結局、金利・為替・株式の 3 市場に大きな変化は生じてはいない。とりわけ東京市場に関して言えば、10 月 4 日の自民党総裁選を境として円金利は上がり、円相場は下がったままであり、高市政権に対するリフレ期待の根強さを感じる。円金利上昇と円安の同時進行が鮮明化する状況を受けて、金利経路では抑制できない円安の怖さを感じるべき雰囲気がある。



10 月 30 日の日銀金融政策決定会合が予想通り現状維持であった上、反対票の増加も見られなかったことがリフレ期待の増長に寄与したという面もありそうである。公表文では「海外の経済・物価動向を巡る不確実性」が利上げ見送りの背景として言及されているものの、不確実性は海外情勢よりも「発足したばかりの高市政権との間合い」にありそうであり、政治経済的な理由での見送りになったと考えるのが自然であろう。現時点で 12 月ないし 1 月の利上げを見込む向きは多いが（本稿執筆時点では 47%と 84%の織り込み）、「12 月ないし 1 月に利上げできる」からといって「2026 年以降も安定的かつ連続的に利上げできる」という話にはならない。 高市政権発足前から 0.75%への利上げは（トランプ関税がなければ）既定路線だったのだから、リフレ思想に傾斜する現政権の「建前」としても許容範囲内になり得る。新設される日本成長戦略本部や経済財政諮問会議の民間議

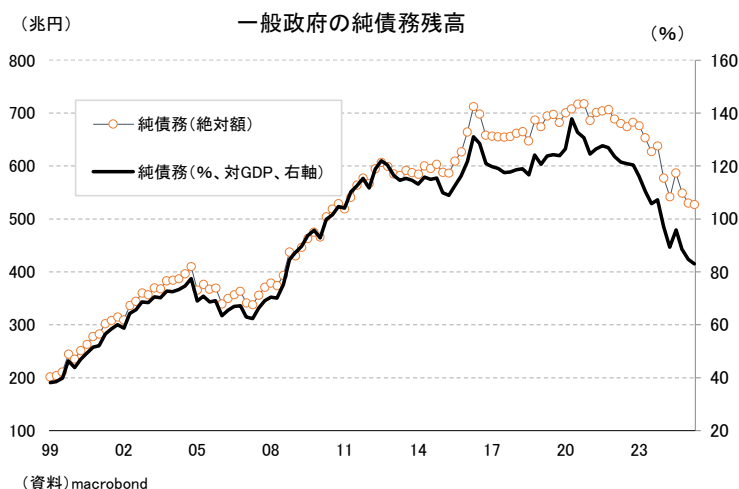
員の顔ぶれを見る限り、少なくとも経済・金融系についてはかなり偏った思想性が鮮明である。これらの会議体が実際の政策運営に意味ある存在と仮定すれば、利上げの連続性は期待する方が難しい。現に 2026 年 10 月までの利上げ織り込みは次回も含めて最大 2 回にとどまっている。

なお、10 月末に来日したベッセント米財務長官はアベノミクスについて「単なるリフレ政策ではなく、インフレ懸念とのバランスを取る政策へと変容すべき」という明確な意思表示を行い注目された。円安インフレによる実質所得環境の悪化を念頭にベッセント財務長官から通貨・金融政策に対して助言を受けたような構図でもあり、日本政府として拡張財政と金融緩和を野放図に放置するのも難しそうな機運はある。「米国に言われたからやる」というのは何とも不格好だが、円安により国民の暮らし向きが悪くなり、これを米国から憂慮されるような状況は「利上げが反発を買わない世相」とも読み替えられる。高市政権の「本音」がリフレ思想に染まっているとしても、「建前」としての 1～2 回の利上げであれば受け入れやすい状況にはあるように見える。1 月までに 1 回、7 月までに 2 回目というイメージであれば、1.0%までの政策金利引き上げが視野に入る。

～市場参加者は「本音」しか見ない～

一方、政権の「本音」が連続利上げの回避にありそうなことも市場は理解している。1 月までに +25bp の利上げが 8 割織り込まれている状況でもドル/円相場が高止まりしているのがその証左である。昨日公表された 10 月 29～30 日会合の「主な意見」でも「利上げをおこなうべきタイミングが近づいている」と半ば利上げ宣言と見られる記述が見られているものの、ドル/円相場はむしろ円安へ振れた。金融市場が注目しているのは「次の利上げ時期」ではなく、あくまで高市首相のリフレ姿勢の確度である。早くから取り沙汰されているように高市首相は「物価高をさらに加速させることがないよう戦略的に財政出動する」という「責任ある積極財政」を基本姿勢として繰り返している。わざわざ「責任ある」という枕詞を付ける理由はそれを付けなければ無責任だと批判される不安があるために他ならない。言い換えれば、金融市場のリフレ期待が暴走することを回避するための枕詞である。市場参加者がそこまで理解しているため、枕詞は殆ど意味をなさない。「怪しくない」と言えば言うほど怪しさが増すような状況である。

また、高市首相は「財政健全化の物差しとしては債務残高の GDP 比を引き下げることに重点を置く」とも説明する。過去の本欄や拙著でも繰り返し取り上げている論点だが、インフレで名目 GDP が膨らむ状況では自然と「債務残高の GDP 比」は改善する。いわゆるインフレ税の議論だが、これを尺度に財政健全化を追求するという宣言は「インフレは手放せない」と言っているようにも見えてしまう。少なくとも大前提としてリフレ期待の「本音」を勘繰る市場参加者は円金利上昇と円安の同時進行が続く展開について確信を強めただろう。結局、「建前」としての 1～



2 回の利上げを容認したり、拡張財政に関わる表現を多少工夫したりしたところで、高市首相の「本音」がリフレ推進にありそうだという期待は変わりにくい。また、普段から金融緩和や拡張財政の有用性を執拗に説いてきた有識者をこぞって政策議論に招き入れていることも懸念事項である。

こうした状況下、市場参加者は「本音」としてのリフレ期待を当て込んだトレードを止めるわけにはいかない。現時点では何を情報発信しても円売りや国債売りの材料に使われやすい。

～「本音」で利上げしなくなった時に間に合うのか？～

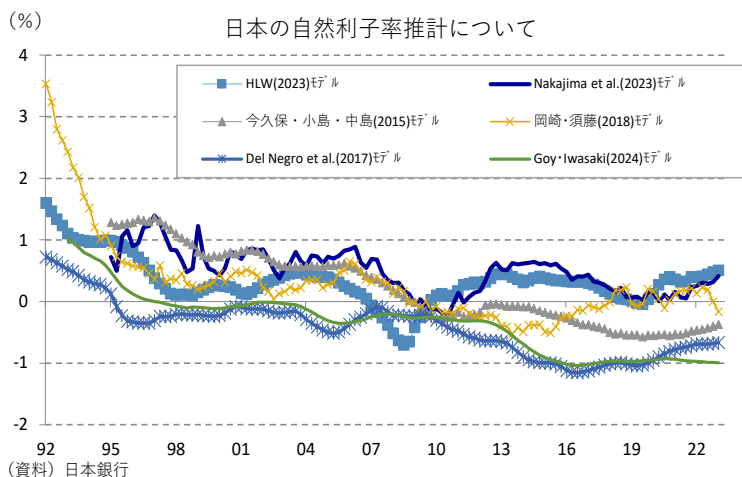
もちろん、「本音」は今後変わっていくかもしれない。岸田政権も石破政権でも円安を起点とするインフレによって実質所得環境が毀損する中で退陣を強いられた。「インフレは既存政権に不利」という事実は世界共通の鉄則であり、それは高市政権とて痛感しているはずである。円安と対峙し、これを抑制できない限り、必ず支持率が下押しされる時がくる。具体的な利上げペースを現時点で予想するとすれば、

12 月から 1 月に 1 回利上げした後、4 月そして 10 月と半年に 1 回程度の +25bp の利上げを容認する可能性はある。これを前提とすると政策金利は 1.25% まで引き上がる。仮に 3 か月に 1 回とすれば 1.50% だ。日銀が推計する自然利子率のレンジ(▲1.0%～+0.5%)を前提とすると中立金利は「+1.0%～+2.5%」なので、3 か月に 1 度引き上げれば、少なくとも推計値下限の中立金利は上回り、緩和的ではない金融環境が生まれる。

問題はそのペースの利上げで円安が収まるのかである。筆者はそう思っていない。過去一貫して強調してきたように、そもそも円安の主因を内外金利に求める分析に筆者は懐疑的な立場である。国際収支構造の変容を背景とする需給構造こそ円安相場の底流にあるとすれば、中立金利程度まで政策金利を引き上げても円安相場の反転は難しいように思える。もちろん、高市政権の「本音」が中立金利を大幅に上回る利上げ、即ち本質的な引き締めに転じるのであれば、為替市場も大きな反応を示すかもしれない。しかし、各所に垣間見られるリフレ選好を踏まえる限り、高市政権がそれほどの利上げを所望するとは思えないし、そのように変心している時には更に円安が進み、世論による利上げ要請が強まっている可能性が高い。「本音」が変化した頃にはもう遅いというわけだ。

～リフレの危うさに気づくチャンスはある～

もっとも、高市政権がリフレ政策の危うさに気づくチャンスはある。円建て輸入物価指数の変化率は、資源価格の落ち着きなども背景に足許では前年比横ばいが維持されている。しかし、4 月以降の円安相場が 3 か月から 6 か月程度のラグを伴って反映されてくるとすれば、近く上昇に転じる公算は大きい。しかも、恐らく国民の体感に近いのは「変化率」もさることながら「水準」だろう。これは 2020 年後半から 2022 年末にかけて 2 倍近く切り上がった後(指数で言えば 90 台前半から 180 台



後半)、2023 年半ばにかけて 160 前後まで切り下がったが、それ以上に下がることはなく横ばいが続いている。もちろん、2020 年初頭の 90 台前半はパンデミックの影響を受けているため特殊な時期だが、パンデミック直前となる 2019 年平均で見ても 111.5 であり、2025 年初来平均である 157.4 は+40%以上の上昇ということになる。ここから今年 4 月以降の円安の影響で押し上げられてくるのだとすれば、やはり世論はリフレ思想の強い高市

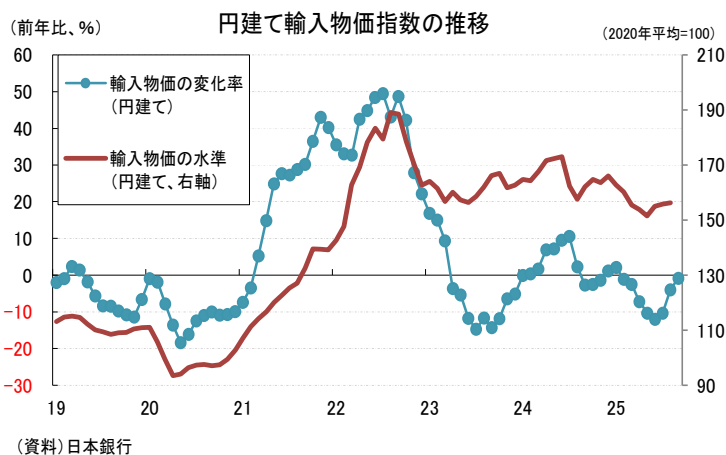
政権に責任を転嫁しようとする可能性は十分考えられる。そのような変化を世論調査などから早期に察知することができれば、政権の持続に繋がるはずである。高市首相としてリフレ政策と心中するつもりはあるまい(そういった狂信的な識者が小さいことを祈るばかりだ)。株価が上昇して困るステークホルダーは存在しないため、政権発足当初は株高と比例して支持率が上がりやすいが、インフレの好影響は株高くらいである。いずれ実質所得環境の悪化が選挙で牙をむくことになる。

～為替水準で気づくのは遅い～

直情的な為替市場は高市政権の「本音」がリフレ政策にあるものとして、円売りを初手として選ぶのが賢明というのが現状にある。自らが好んだインフレ誘発的な政策が世論の怨嗟を生み、その怨嗟を受けて「本音」がリフレから非リフレに変わるのか。変わるとしたらいつなのか。ドル/円相場で言えば、多くの市場参加者が介入警戒ラインとして受け止めている 160 円が接近した辺りだろうか。しかし、為替水準を受けての方向転換は得てして手遅れのことが多い。160 円までの円安・ドル高を看過すれば、その分、輸入物価経由でのインフレ輸入を甘受することになるし、為替市場が自己実現的な暴走を始めた場合、為替介入や利上げのような当局対応は逆に取引材料に使われてきたというのがこれまでの経緯である(円売りで煽り、為替介入や利上げが実施されたタイミングで買い戻せば収益機会になる)。為替市場で本格的に争点化する前に「本音」としての非リフレ転換を高市政権には期待したい。現実的には円建て輸入物価指数やこれに伴う CPI の上振れなどを入念に注視することで、その転換機会を捉えることができるはずである。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年11月10日	欧州で感じた日本エンタメ・コンテンツの威力
2025年11月7日	週末版
2025年10月31日	週末版
2025年10月28日	日米首脳会談の見どころ～防衛費と円安～
2025年10月27日	下落に転じた円の実効相場～「米国と一蓮托生」の弱み～
2025年10月24日	週末版
2025年10月23日	世界の為替市場の現在地～BIS調査を受けて～
2025年10月22日	高市政権発足を受けて～粘着的なリフレ期待～
2025年10月20日	自民・維新連立政権～しぶとい円安・円金利上昇～
2025年10月17日	週末版
2025年10月16日	2025年、サービス赤字はまだ決壊せず
2025年10月15日	スピードアップするデカップリング～トランプ関税分析～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年9月分)
2025年10月14日	「貧すれば多党化」～欧州化する日本政治～
2025年10月10日	週末版
2025年10月9日	フランスリスクはユーロリスクに発展するか？
2025年10月8日	利上げを助ける高市トレード
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、悲慘な円～
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年8月分) 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ムルトン・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？