

みずほマーケット・トピック(2025 年 11 月 19 日)

ワンボイス化すべき金利・為替の方向感

昨日も円金利上昇と円安が大きく進んだ。政府会議に出席する一部委員によるインタビューが意識されたとの解説も見られる。確かに、同インタビューでは市場予想を上回る補正予算規模、日銀の利上げ後ろ倒し、為替介入の有効性など財政・金融・通貨政策全ての方向感に関し奔放な情報発信が行われている。インタビュー内容はさておき、筆者が懸念するのは政府・与党として見た時の情報発信のばらつきだ。円金利上昇と円安の併発が鮮明化し、首相や財務大臣が憂慮を示す傍らで、それを相殺するような情報発信が仮にも政府関係者である民間委員から聞こえてくるのは賢明ではないはず。現下の市場情勢を制御したいのであれば、金利や為替に関する情報発信はワンボイス化した方がよい。筋論で言えば、通貨・金融政策に関する情報は片山財務大臣が述べるのが基本的には全てを含んでいると考えて良いはずであり、これを受けて植田総裁が所感を添える程度で十分のはず。「市場との対話」が混線しない工夫が必要。

～来春まで利上げ先送り？～

昨日も円金利上昇と円安が大きく進んだ。いくつか材料は指摘されているが、日本成長戦略会議メンバーに就任した片岡剛士・PwCコンサルティング上席執行役員・チーフエコノミストのロイターに対するインタビューが意識されたとの解説も見られる。確かに、インタビュー中では 2025 年度の補正予算について「20 兆円程度、事業規模で最大 28 兆円程度が必要」と市場予想を上回る予算規模に言及した上で、日銀の金融政策についても「7～9 月期がマイナス成長なので 12 月の利上げはない」、「12 月に利上げがないなら 1 月に利上げするインセンティブはない」と述べ、来春までの利上げ先送りについて正当性が主張されている。また、円安に対する為替介入の有効性にまで言及しており、財政・金融・通貨政策全ての方向感が示されている。

率直にこのインタビューだけからでは論点間の整合性がよく分からず、筆者のコメントは差し控えるが、多くの市場参加者がこのインタビューをリフレ誘発的と受け止めるのは不可避であろうし、実際に債券・為替市場ははっきりとそうした方向にリアクションしている。なお、昨日は高市首相と植田日銀総裁による初会談が行われたものの、こちらは事前報道ほど注目されず無風で通過している。

～必要なのは金利・為替情報のワンボイス化～

時の政府が選んだ識者がどのような情報発信をするかに関し、相応の裁量は認められてしかるべきであろう。しかし、足許で筆者が気になるのは政府・与党として見た時の情報発信のばらつきである。円金利上昇と円安の併発が鮮明化し、首相や財務大臣が憂慮を示す傍らで、それを相殺するような情報発信が仮にも政府関係者である民間委員から聞こえてくるのは賢明ではないだろう。元々為替市場は直情的な性格だが、今や債券市場もかなり神経質な地合いにある。現下の市場情勢を制御したいのであれば、金利や為替に関する情報発信はワンボイス化した方がよいのではないか。片山財務大臣が円安について「憂慮している」と発言している前後で目先の利上げ可能

性を否定し、市場予想を大幅に上回るような補正予算を要求する発言が出てくる状況は明らかに市場動向の制御を難しくしている。双方にとって本意ではないはずである。

基本的に通貨政策の全権は財務省にあり、金融政策の方向性もこれと従属するように決まる筋合いにある。片山財務大臣が述べることは基本的には全てを含んでいると考えて良いはずであり、これを受けて植田総裁が所感を添える程度で十分であろう。平時であればともかく、金利や為替の市場動向について投機的な目線が強まっている現在ではもはや非常時と割り切った方が良い(そう割り切って間違っていたところで特に悪いこともないだろう)。かかる状況下、まずは片山財務大臣に金利や為替にまつわる情報発信を一本化し、事態の鎮静化を図った方が良いと筆者は考える。

～ポリシーミックスはどこに～

これまでも何度か議論している論点だが、財政・通貨・金融政策の組み合わせは全部で8通りあるが、実行可能な組み合わせは4通りしかない。右表で言えば、①・③・⑥・⑧だ。通貨政策と金融政策の方向性は必ず同じ方向を向く必要があるため(例えば利下げしながら通貨高は追求できない)、これが相互矛盾する組み合わせは基本的に成立しない。2022年

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	例
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	高市政権下の日本？
②	緩和	緩和	通貨高	持続不可能	
③	緩和	引き締め	通貨安	景気下支え	米国、ユーロ圏
④	緩和	引き締め	通貨高	持続不可能	
⑤	引き締め	緩和	通貨安	持続不可能	
⑥	引き締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止(しかし、⑧より弱め)	あるべき日本？
⑦	引き締め	引き締め	通貨安	持続不可能	
⑧	引き締め	引き締め	通貨高	景気過熱防止	あるべき日本？

(資料) 筆者作成

以降の日本は通貨政策として通貨安(円安)を押さえようとしつつ、金融政策では利上げを温存するような姿勢を取ってきた。これは④の組み合わせであり、基本的には持続可能な組み合わせではなかった。よって、現在、円安を通じて利上げが要求される市場環境にある。

高市政権が本音でリフレ政策を希求しているとすれば①の組み合わせが最右翼ということになるが、デフレギャップが概ね解消されているとみられる日本ではインフレを誘発するだけであるし、実際そうなっている。本来、通貨安の慢性化に難渋する日本は⑥や⑧のポリシーミックスが求められそうだが、高市首相の本音はどうしても⑥や⑧よりも①なのだろうというのが市場参加者の理解になっていそう。単年度でのプライマリーバランス黒字目標の棚上げや財政健全化の尺度として政府債務残高の対名目GDP比を持ち出そうという動きからは本音はどうあれ「拡張財政を止めたくない」という本音が透ける。とすれば、⑧は難しく、せめて⑥ということになるのか。そうであれば①よりはましだが、その際は金融政策の方向性について明確に利上げの必要性を訴えかける必要がある。

この点、昨日、高市首相と会談した植田総裁は「(高市首相は)それはそういうことかな、ということでした」「(高市首相の方から政策についての要請・要望は)特にありませんでした」と回答している。ひとまず明示的な利上げへの反論は控えられたようだ。とはいえ、それでも片岡氏を筆頭に利上げ時期の先送りを求めるような情報発信が政府関係者から断続的に発信されていると市場参加者の解釈も混線する。まずは、目指すべきポリシーミックスがどこにあるかを特定・周知

し、それを然るべき閣僚(首相含め)から発信するという金利・為替情報のワンボイス化が事態鎮静化の初手として必要ではないかと思われる。

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18日	インバウンド消費と利上げの先行きについて
2025年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年10月分) サナ活の功罪～世論がインフレを乗り越える時～
2025年11月14日	週末版(戻らぬ「家計の円売り」～新NISA2年目、失速の背景～)
2025年11月12日	円の需給環境～25年度上期国際収支を受けて～
2025年11月11日	リフレ政策を巡る「本音」と「建前」の読み筋
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～しづとい円安・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	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「買い事故」～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～「海外一国内」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、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	貰えなかった「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	新しい対内直接投資目標の読み方～「骨太の方針」～