

みずほマーケット・トピック(2025 年 12 月 22 日)

日銀金融政策決定会合を受けて～待たれるリフレの変節～

注目された日銀金融政策決定会合は市場予想通り、無担保コール翌日物金利を 0.50% から 0.75% へ +25bp 引き上げた。会合後、最も多かった照会やはり「利上げしたのになぜ円安になったのか」である。直感的には「まだ緩和的」という情報発信が前面に出ていたからということになるが、より本質的には高市政権の展開する強力なインフレ期待に対して +25bp の利上げでは追いつけないということだろう。政治におけるリフレ思想を撤回しない限り、円売りを殲滅させるのはやはり難しい。日銀が孤軍奮闘する中、首相周辺の経済アドバイザーがあらゆるメディアを通じて代わる代わる拡張的な財政・金融政策の有効性を説き、それが海外市場にも英語で配信されている。これは 1 回の利上げで最大効果を上げようとする日銀にとってはノイズ以外何物でもないはず。言い換えれば、「+25bp の利上げ」程度では高市政権の展開するインフレ期待にかき消されてしまうのが現状である。債券・為替市場の落ち着きを取り戻すためには、奔放なリフレ政策の情報発信を抑制し、高市政権の良い意味での変節を市場にアピールするしかない。

～政治と市場、双方へのメッセージ～

先週 18～19 日に開催された日銀金融政策決定会合は短期金利(無担保コール翌日物)を従来の 0.50% から 0.75% へ +25bp 引き上げた。既報の通り、実に 30 年ぶりの政策金利水準であり、名目価値に本質的な意味は無いとはいえ、日本がデフレからインフレに切り替わってきていることを感じさせる象徴的な出来事と言って良いだろう。もちろん、公表文にある通り、「現在の実質金利がきわめて低い水準にある」という事実は変わっておらず、それゆえに円安相場も修正されていない。公表文の付随資料「2025 年 12 月金融政策決定会合での決定内容」では「実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持」と記載され、赤字で「経済活動をしっかりとサポート」と強調されている。その後も「引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整」と記載されており、あくまで「緩和度合いの調整であって引き締めではない」という基本認識が窺える。「まだ緩和状態なのでこれからも引き締める」という市場へのメッセージと、「引き締めたとはいえまだ緩和状態」という政治へのメッセージの二面性が見て取れ、隘路を歩かされている日銀の苦悩が透ける。

なお、リフレ体制(黒田日銀)の後始末を強いられている植田体制はマイナス金利解除に始まり、30 年ぶりの政策金利水準に至るまで、首尾よく匍匐前進している。毀誉褒貶はあれども、この正常化の歩み自体は評価されてしかるべきではないか。円安は止まっていないが、それは日銀に帰責する部分だけではなく、これをもって植田体制を批判するのはフェアではない。

～中立金利騒動と円安について～

会合後、最も多かった照会やはり「利上げしたのになぜ円安になったのか」である。直感的には「まだ緩和的」という情報発信が前面に出ていたからということになるが、より本質的には高市政権の展開する強力なインフレ期待に対して +25bp の利上げでは追いつけないということである。

もちろん、日銀の情報発信が円売り安心感を呼んだのも間違いないだろう。今回の会合は利上げ自体が既定路線となってきたこともあり、「今回で終わりではない」という期待を如何に醸成できるかが鍵と見られていた。そのための戦術として中立金利推計の引き上げが行われるとの観測もあったが、蓋を開けてみれば植田総裁からは「推計は相当なばらつきがあり、前もって特定は難しい」、「必要に応じて再推計を試みる」と述べられるにとどまり、具体的な情報発信はなかった。また、水準に触れる部分としては「利上げ後も『中立金利の下限に少し距離』」とも述べられていた。これは従前の下限(1.00%)に対し現在は 0.75%なので、少し(25bp)距離があると解釈すべきだろう。要するに、今までと何も変わっておらず、「今回で終わりではない」という期待を盛り上げるには至らなかった。実質ベースで見た円金利の低位安定が期待できそうな以上、円売りは続行される。12 月初頭から繰り返された中立金利推計の修正にまつわる情報発信の意図はどこにあったのだろうか。

とはいえ、「1.00~2.50%」という中立金利推計の下限を 1.50%まで引き上げたとしても「推計レンジの下限」を「実務的な上限」と読み替える市場では「最大であと 3 回(+75bp)しかやらない」という邪推から円売りが直ぐに戻ってきてしまう可能性はあった。中立金利推計の改定や適宜公表も「所詮は時間稼ぎの道具でしかない」と言えばそれまでであり、「やっぱり引っ込めることにした」というのは英断なのかもしれない。歴史や諸外国の例を振り返っても為替市場の相手は際限がない。どのような説明を尽くしても現在の日銀の政策運営において最大の説明変数は為替であり、金融政策が通貨政策化している。通貨政策化した時点で、自然利子率(≒中立金利)推計のような精緻で高尚な議論は意味を持ちにくく、政策決定は無慈悲な為替相場に隷属するしかなくなってしまう。「相場の玩具にされるくらいなら出さない」という考え方があったとしたら、それは賢明でもある。

～やはりリフレ政策を翻意するしかない～

総じて日銀は最善を尽くしている。真の問題は政治におけるリフレ思想の強さがある以上、円売りを殲滅させるのはやはり難しいという事実である。中立金利(厳密には今次利上げ局面のターミナルレート)がどこにあるかは分からないが、仮に 1.75%と市場コンセンサスよりも比較的高めに見積もったとしても、利上げはあと 4 回(+100bp)しかできない。過去の本欄でもリスクとして論じたように、欧米中銀の利下げ停止が迫っていることを踏まえると、日銀は 1 回の利上げで極力、円安修正を図りたいところだが、逆に円安が加速してしまった。それはそうだろう。中銀が孤軍奮闘しても、政治に目をやれば首相周辺の経済アドバイザーがあらゆるメディアを通じて代わる代わる拡張的な財政・金融政策の有効性を説き、それが海外市場にも英語で配信されている。1 回の利上げで最大効果を上げようとする日銀にとってはノイズ以外何物でもないはずである。言い換えれば、「+25bp の利上げ」程度では高市政権が展開するインフレ期待にかき消されてしまうのが現状なのである。結局、インフレ期待の上昇スピードに利上げのそれが付いていけないのだ。もちろん、高まるインフレ率を前に「基調的にはまだ尚早」と繰り返してきた日銀にも責はある。しかし、それとて政治との距離感を考慮した末の判断でもあったはずである。

上述した通り、実質金利の低さや緩和状態を強調した日銀の情報発信が円安を焚きつけているとの声はあるが、それでは+50bp や+75bp の利上げをすれば良かったのか。確かに、それほどの利上げであれば円安は抑制されたかもしれない。しかし、間違いなく日経平均株価は大暴落し、日本経済における消費・投資意欲は腰折れ、2024 年 8 月に次ぐ第二次植田ショックとして強い批判に

晒されたはずである。結局、できることは+25bp ずつの利上げしかなかった。だからこそ、政府・日銀が一体となって慎重な情報発信に努め、1 回の利上げが最大効果をあげられるように連携すべきなのである。債券・為替市場の落ち着きを取り戻すためには、奔放なリフレ政策の情報発信を抑制し、高市政権の良い意味での変節を市場にアピールするしかない。いつまでも日銀の金融政策に万能感を抱き、議論を上滑りさせることは止めるべきである。

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12月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～中立金利の引き上げ?2月も3月も目が離せず～)
2025年12月17日	ECB政策理事会プレビュー～利上げ転換はいつ?～
2025年12月16日	未成年NISAの現状と展望～新しい変数に～
2025年12月15日	本当に恐ろしい円安リスクは欧米利下げ停止
2025年12月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年11月分)
	週末版(企業物価指数に透ける円安インフレの足音～高市政権への気付き～)
2025年12月11日	FOMCを受けて～連続利下げは終了へ～
2025年12月10日	改めて痛感する「国際金融のトリレンマ」
2025年12月9日	「ヒトvs.デジタル」の均衡が崩れそうな2026年
2025年12月8日	新たな中立金利推計を公表する意味
2025年12月5日	週末版
2025年12月4日	フリーフォールのドイツ経済が意味するもの
2025年12月3日	「ドル離れ」の真相～結局、どうだったのか?～
2025年12月2日	円安修正に必要な実質金利差の縮小とは?
2025年12月1日	2026年も「ドル安下での円安」になるのか?
2025年11月28日	週末版(ちょうど良過ぎるECBの立ち位置～「中立金利でインフレ+2%」という理想～)
2025年11月25日	決して速くはないユーロ/円200円台
2025年11月21日	週末版
2025年11月20日	ドル安でもドル高でも円安だった2025年
2025年11月19日	ワンボイス化すべき金利・為替の方向感
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「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
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～