

Point of View～エコノミストの見方～ No.62

金融市場 2026年 8 月 5 日

日米協調介入の意図と次回の利上げ時期～米国の賃金上昇リスクにも留意～

チーフエコノミスト 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

- 日米財務当局は 7 月 31 日、円買いの協調介入に踏み切った。今回の日米協調介入の背景には、為替円安の進行によって日本の期待インフレ率や長期金利が上昇し、その影響が米国の金利に波及することを回避したいという日米共通の思惑があるとみられる。
- こうした中、日銀が公表した 26 年 7 月の展望レポートにおいて、基調的な物価上昇率の上振れリスクを指摘する一方、これまでの利上げが経済・物価に及ぼす累積的な影響にも言及しており、追加利上げの選択肢を維持しつつ金融環境を慎重に見極める姿勢も示した。
- また、展望レポートでは、世界的な AI 関連投資の拡大は、中長期的には生産性向上に寄与する一方、短期的には総需要を押し上げ、世界的に新たなインフレ圧力となる可能性があることも指摘している。これに加えて、米国では今年後半にかけて賃金が増加に転じる兆しもみられており、FRB のタカ派転換による影響に留意が必要。こうした内外の経済・金融環境を踏まえると、日銀による次回の追加利上げは、9 月短観の結果確認や金融機関の半期決算への影響を考慮して、最速で 10 月の金融政策決定会合になると筆者は予想する。

1. 異例の日米協調介入

- 日米両国は 7 月 31 日、円買いの協調介入に踏み切った。日米による協調介入は 2011 年以来で、今回は為替の円安進行を抑えるための円買い介入で実施された点でも異例である。ベッセント米財務長官は、円の過小評価を是正する日本の対応を支持し、必要となれば今後も協調介入に参加する姿勢を示している。市場では、米国が介入に協力する代わりに、日本銀行へ追加利上げを求めているとの見方もある。しかし、筆者はこの説明にはやや違和感がある。
- まず、為替介入と金融政策の関係についての原則論として、白川(2008)は、市場参加者の予想がファンダメンタルズから極端に乖離した場合には、稀ではあるが為替市場介入を行うことは許容される。その場合でも市場介入と金融政策の基本方針は整合的なものである必要がある、としている。この点を踏まえても、米国が日銀の利上げ路線の継続を望んでいることは間違いなく、むしろ日銀の方針に難色を示しているとされる政府側をけん制する意図の方が強かった、と捉える方が自然ではないか。また、一部では今回の為替介入の見返りとして日銀の利上げペースの加速を望んでいるとの指摘もみられるが、もしそうであればあえて協調介入のような異例の措置を採らず、輸入物価の上昇を通じて日銀への利上げ圧力が強まるのを待つのも合理的と言える。実際、日銀は、未だに基調的なインフレ率は 2% に到達していないというスタンスを崩していない。為替円安が進めば、エネルギーや原材料価格が増加し、消費者物価や予想物価上昇率を押し上げることに繋がり、日銀は追加利上げを正当化できる。それにもかかわらず、米国が円買い介入に協力したのはなぜか。その背景には、為替問題を金融政策だけに背負わせたくないという、日米共通の事情があるのではないだろうか。

2. 利上げしても止まらなかった円安

- 日銀はこれまで累次にわたり政策金利を引き上げてきたが、少なくとも直近 2 回の政策変更では為替の円安進行に歯止めを掛けたとは言いがたい(図表 1)。金融政策による為替市場への影響経路という意味では、

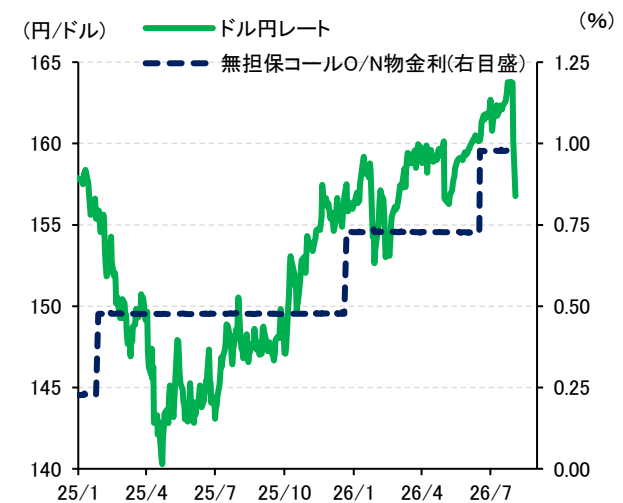
名目金利から予想物価上昇率を差し引いた実質金利や、日銀が最終的にどこまで利上げできるかというターミナルレートも重要である。仮に名目政策金利を引き上げても、実質金利がマイナスのままであれば、円を保有する魅力は改善しにくい。また、日銀が景気、中小企業の資金繰り、住宅ローン、財政面への影響などから大胆な利上げを続けにくいと市場が判断すれば、政策余地の乏しさを見透かされることになる。

この点に関連して、日銀は図表 2 に示す通り、自然利子率の推計値のレンジを▲0.9～0.5%と公表している。これを受けて市場では期待インフレ率2%という前提の下で名目ベースの中立金利のレンジを 1.1～2.5%と想定しており、既に政策金利は市場が想定する中立金利の下限に近接している。このため、金融緩和度合いの調整というロジックで利上げ路線を継続するにも限界があるだろう。そもそも為替政策は中央銀行の専管事項ではないという前提がある下で、日米当局とも日本の実質金利がなおマイナスで、ターミナルレートの想定が米国に比べ低めの金利水準に止まる日本では、日銀の金融政策だけで為替円安を修正することに限界があることを理解している面もあるはずである。

■ こうした下で、米国側の意図を素直に斟酌すれば、日本の金利上昇を発端とした米国の金利

上昇を抑えたいということに尽きるだろう。特に、米金利への影響が大きい以下2つのシナリオを避けたいのではないかと。1つは、(政権側による日銀の利上げけん制の有無が事実であろうがなかろうが)日銀の政策判断の自由度が低下したと市場が見透かすことで発生するビハインドザカーブ懸念による金利上昇である。もう1つは、歴史的な為替円安の進行等を背景に期待インフレ率が上昇し、基調的なインフレ率の上振れリスクを受けて日銀が後から大幅な利上げを迫られることだろう。これらの事象が発生すれば、日本の長期金利が想定以上に上昇し、国内機関投資家のポートフォリオバランスなどを通じて米金利への影響も相対的に大きくなる。このため、米国側の意図としては、為替変動に応じてターミナルレートの想定が切り上がる状況(為替円安の進行を契機に市場から催促される形で利上げを行う状況)を回避しつつ、一定のペースで規律立って利上げを継続することを望んでいると推察される。

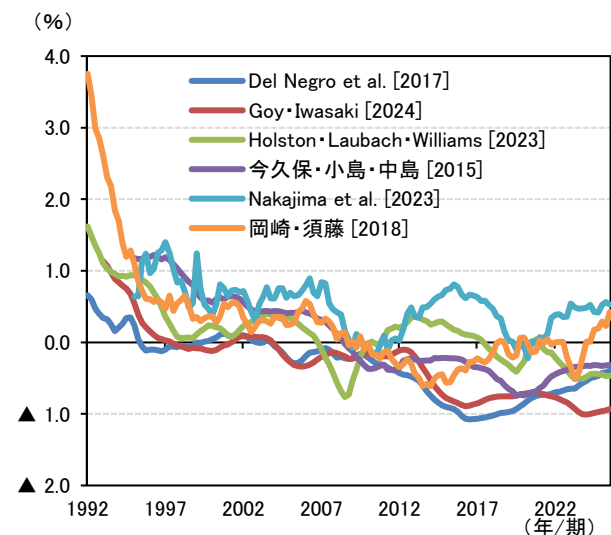
図表 1 ドル円レートと無担保コール O/N 物金利



(資料)日本銀行

(注)ドル円は東京市場スポット17時時点、無担保コールO/N物金利は日次平均値

図表 2 自然利子率の推計値



(資料)日本銀行「自然利子率の計測をめぐる近年の動向」

3. 硬軟を織り交ぜた日銀

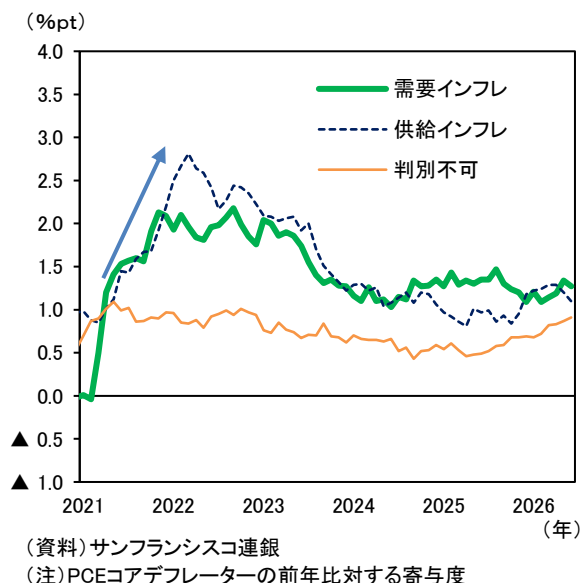
■ 今回の日銀の展望レポートは、タカ派的との評価が大宗だが、細かく読むと硬軟両面を織り交ぜた内容で評価できる。まず、企業の賃金・価格設定行動の積極化や予想物価上昇率の上昇を踏まえ、基調的な物価上昇率が 2%を超えて上振れるリスクを指摘した。この点は、中立金利の想定レンジ内に入った中でも利上げ路線を継続するためのロジックとして有用で、タカ派的と読み取れる。

他方で、金融政策運営の2つの柱¹による点検では、第1の柱の中に新たに慎重な姿勢も織り交ぜている。すなわち、これまでの利上げが経済や物価に及ぼす累積的な影響について、「政策金利の水準が一頃に比べて上昇しているなかにあつては、金融環境がどのように変化していくかを点検」とある。つまり、日銀は追加利上げの選択肢を確保しながら、金融環境の変化も見極めることに言及している。インフレの上振れリスクに対応するというタカ派一辺倒な姿勢ではなく、利上げの累積的効果も同時に見極めるという政策反応関数を示した点は重要だろう。

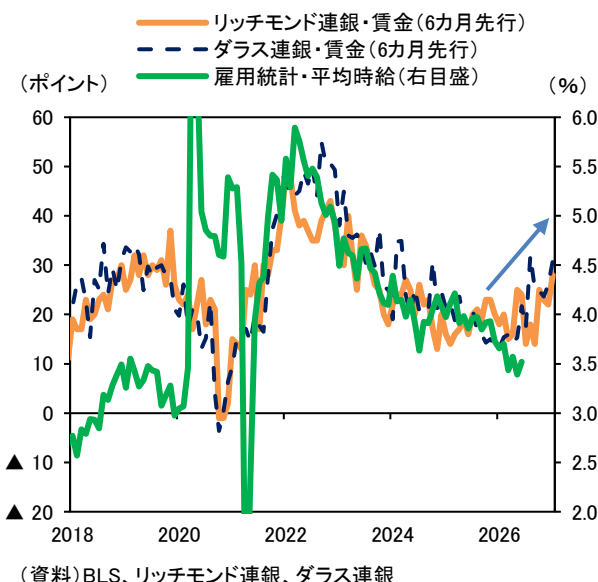
4. AIが生む新たなディマンドショックインフレ

■ 日銀が基調インフレへの警戒を強める背景には、世界的な人工知能、AI 関連需要の拡大がある。26 年 7 月の展望レポート BOX3 では、米国の大手クラウド事業者による旺盛なデータセンター投資を背景に、世界の AI 関連需要が上振れていると分析している。AI は中長期的には生産性を高め、供給力を拡大する技術であるとしつつも、短期的には投資ブームによる総需要拡大効果が供給力を上回り、グローバルに物価上昇圧力となる、というものである。これ自体は、巷間でも既に指摘されてきたことであるが、中東情勢の緊迫化による供給ショックとAIブームによる需要ショックの組み合わせは、コロナ禍後のロシアによるウクライナ侵攻(供給ショック)とアフターコロナのペントアップ需要(需要ショック)の組み合わせを彷彿とさせるものである(図表 3)。

図表 3 PCE コアデフレーター需要・供給要因別前年比寄与度



図表 4 FRB の2地区連銀製造業 PMI における賃金関連 DI と雇用統計の平均時給前年比



¹ 「第1の柱では、先行き2年程度の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する。第2の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。とくに、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因として、金融面の不均衡について点検する」(日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」2013年1月22日)

当該 BOX では、AI投資ブームによる国内の財価格への影響を指摘しているが、筆者はどちらかと言えば米国のインフレ圧力とそれに対する FRB の政策スタンスへの影響の方が気になった。AI 投資の中心地である米国では、設備投資の増加に加え、株価上昇による資産効果や賃金上昇もインフレ圧力となり得る。もし物価や賃金への影響が確認されれば、中間選挙前とはいえ FRB による 9 月利上げの織り込みが高まるだろう。こうなると、日銀が利上げしても日米金利差は容易には縮まらず、日銀の金融政策だけで為替円安を修正することはさらに難しくなる。実際、図表 4 に示す通り、FRB の 2 地区連銀の製造業 PMI において賃金上昇の兆しがみられ始めており、年後半以降の雇用統計において賃金上昇の兆しが確認される可能性がある。

5. 次回の日銀の利上げは 10 月会合か～9 月会合も米国次第でライブに～

■ 国内金融機関の決算では、金利上昇の影響などにより、赤字決算や一部で資本支援の動きも少しずつ散見され始めている。この点を踏まえると、9 月会合で利上げをすることは、今年度上期中に 2 回利上げをすることとなり、マーケットや金融機関経営への影響が大きくなるとみられる。このため、回りの利上げ時期は、総合的な金融環境の評価や 10 月初に公表される 9 月短観の結果、そして金融機関の半期決算への影響を軽減する狙いなどから、1.25%への追加利上げは 10 月会合とみる。ただし、9 月の金融政策決定会合直前には、米 FRB の FOMC の結果が出ることもあり、そこで為替が再び円安に振れるようであれば 9 月会合での前倒しも十分あり得るだろう。

【参考文献】

- 白川(2008) 白川方明「現代の金融政策 理論と実際」日本経済新聞出版社 2008 年

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は一切責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。