

みずほマーケット・トピック(2022 年 1 月 19 日)

日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～

昨日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。注目されたフォワードガイダンス文言の修正はなく、黒田日銀総裁会見でも引き締め可能性が一蹴され、先般のロイター報道に関しては一旦片が付いた格好。もっとも、日銀の正常化は今後も争点になるだろう。現行体制が 23 年 3 月末で終わり、新体制の人事はアベノミクス路線とは距離がありそうな岸田政権が差配することを踏まえれば、徐々に、しかし確実に従前の路線は転換が志向される可能性はある。23 年 4 月に段差を伴った正常化プロセスを始めると市場に混乱をきたしかねないため、地均し作業は 22 年度中に始まって不思議ではない。YCC の枠組みでは緩和路線を主張したまま利上げを敢行することが可能であり、リバーサルレート修正と理解すれば「利上げだが、実質的には緩和」という強弁もあり得る。もちろん、円高を懸念する声は根強い。しかし、そもそも資源高の最中で「悪い円安」が社会問題化しそうな雰囲気を考えれば、多少の円高は日本経済にとって容認可能という考え方も。FRB がタカ派に傾斜している現在は千載一遇の好機という見方も可能。

～物価上昇は一時的との評価～

昨日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。先週 14 日、ロイターの英語報道において『BOJ debates messaging on eventual rate hike as inflation perks up』と銘打った報道が見られ、消費者物価指数(CPI)が+2%に到達する前にマイナス金利解除(すなわち利上げ)に踏み切る可能性が取りざたされた。同日、ドル/円相場は 114 円を割り込む展開が見られたが、肝心の日本語報道がこれに続かず、今会合前には 114 円半ばまで戻っていた。今回、現状維持が決定されたことで再び 115 円に乗せる勢いが復活しており、一過性の正常化騒ぎで終わりそうである。

注目された展望レポートにおける CPI 見通しはコアベースに関し、2022 年度が+0.9%から+1.1%へと+0.2%ポイント、2023 年度が+1.0%から+1.1%へと+0.1%ポイント引き上げられている。要するに、「2022 年度から 2023 年度へのインフレ加速は無い」という建付けであり、あくまで円安・資源高の流れを汲んだ一時的な騰勢で収束するという整理である。物価見通しのリスク評価が 2014 年 10 月以来で初めて「おおむね上下にバランスしている」と中立に引き上げられてはいるものの、コア CPI の見通しが伸びない以上、金融緩和を手仕舞いする議論にまでは及びにくい。

～金利水準について何も約束はされていない～

もっとも、ロイター報道に関しては一旦これで片が付いたとしても、日銀の正常化を巡っては今後も観測が交錯するだろう。現行体制が 2023 年 3 月末で終わり、新体制の人事はアベノミクス路線とは距離がありそうな岸田政権が差配することを踏まえれば、徐々に、しかし確実に従前の路線は転換が志向される可能性もある。2023 年 4 月に段差を伴った正常化プロセスを始めると市場に混乱をきたしかねないため、地均し作業は 2022 年度中に少しずつ始まって不思議ではない。ロ

イター報道を契機として改めて周知されたように、現行の枠組みでは緩和路線を主張したまま利上げを敢行することが可能である(後述するように、リバーサルレートだと非難されてきた経緯も思えば、「利上げだが、実質的には緩和だ」と主張する可能性もなくはない)。

今回の声明文にも示されるように、あくまで日銀は「2%の『物価安定の目標』の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』を継続する。マネタリーベースについては、CPI(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する」としか述べていない。マネタリーベースは拡大方針だが、政策金利の低位安定、ましてマイナス金利を約束しているわけではない。イーールドカーブコントロール(YCC)は日銀の推計する均衡イーールドカーブに対して現実のイーールドカーブを低め誘導することで緩和効果を確保するという枠組みだが、経済・金融情勢が変われば均衡イーールドカーブも当然上下動する。ということは、従前と同じ緩和効果を確保するために現実のイーールドカーブが上下動することも想定され、その結果がマイナス金利なのかプラス金利なのかは二次的な話でもある。

もちろん、声明文には『当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定』とあるので、利上げはあり得ないという考え方もある。しかし、そもそもオミクロン変異株への政府の対応が過剰だという批判が少なくない中で、市場における利上げ観測を払拭するには心許ないだろう。

～「悪い円安」を憂うなら正常化は自然～

もちろん、過去のトラウマから円高を懸念する声は根強いのは理解できる。しかし、貿易黒字が消滅し、経済・金融情勢について内外格差が著しく拡大している今ならば円高余地は限定される。そもそも資源高の最中で「悪い円安」が社会問題化しそうな雰囲気を思えば、多少の円高は日本経済にとって容認可能という考え方もある。仮に円安是正を念頭に置いた場合、普通に考えれば金利を引き上げようとするだろう。「マイナス金利を放置したまま通貨安を懸念する」というのは悪い冗談である。もちろん、日銀の一手だけで変動為替相場の潮流が変わるとは思えないが、本当に通貨安を抑止したいと考えた場合、筋論として日銀がマイナス金利を解除するというステップは自然に入ってくる。なお、黒田総裁は「利上げとか、現在の緩和的な金融政策を変更することは全く考えていないし、議論もしていない」と一蹴しているが、マイナス金利に関して言えば、2016年1月に導入される直前までその可能性を否定していたのだから額面通り受け止めるのも危ういだろう。

仮に日銀が何らかの正常化を検討するならば、FRBが極端にタカ派に傾斜している現状は最適の環境と考えられるが、既にその姿勢にはオーバーキル懸念も漂い始めている。とすれば、年内を千載一遇の好機として正常化プロセスの議論を緩やかに探ることは合理的に思える。具体的な手順を検討するには気が早いですが、初手はいきなり利上げではなく、常々噂されては消えてきたYCCにおける操作対象年限の短期化(10年→5年)を通じてイーールドカーブを立たせる作業などが予想される。どこの中銀でも総裁退任に合わせて花道利上げ論は出やすいが、日銀の場合、花道利上げ論よりもマイナス金利解除(利上げ)が新体制の旗印として使われる可能性もあるだろう。

上述したように、YCCの枠組みでは金利水準を修正すること自体は緩和姿勢の修正に該当しない。これまで経済・金融情勢を毀損する低過ぎる政策金利(リバーサルレート)だと揶揄されてきた

経緯を踏まえれば、操作対象年限の短期化もマイナス金利解除も、「むしろ追加緩和だ」と強弁してくる可能性もある。現に、特別当座預金制度など、マイナス金利の弊害を緩和するための措置を打っているのだから根本的にマイナス金利が撤回されるのは論理的な対応である。いずれにせよポスト黒田体制を見据えた正常化議論は当分、日本市場の争点となるだろう。

市場営業部・金融市場部
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
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアバレル生産日本帰報報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本邦の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営