

みずほマーケット・トピック(2022 年 4 月 19 日)

表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望

危惧した展開に入っているように見える。本欄では繰り返し論じているが、円安について政策当局者が嫌気するような情報発信をすれば、必ず具体的な政策介入を求めて市場参加者はつけ上がる。本来、政府・日銀による為替市場へのコメントは無味乾燥に徹するのが望ましいが、このところ、政府関係者からは円安を「悪い」と評価するような情報発信が見られ、昨日は遂に頑なだった黒田日銀総裁が「急速な円安はマイナス」と述べた。こうなると「口先だけではないのか試す」と投機筋は意欲を持つ。全くもって想定した通りの悪い展開になっている。この状況に至れば、メディアは「日銀は動くのか？」と大仰に報じ、「日銀 vs. 為替市場」の対立構図を煽る。円売り投機ゲームは大衆にも注目されるようになるだろう。そうして政府・日銀の一挙手一投足に因縁をつけ、為替売買が行われるようになると、無用な政策資源を浪費する展開が予見される。白川体制の円高対応で散々経験した話だ。2016 年 9 月の YCC 導入を経て表舞台から消えた日銀だが、5 年余りの歳月を経て、表舞台に引きずり出されているという印象が抱かれる。

～ゲームのきっかけを与えているのは当局者～

危惧した展開に入っているように見える。昨日のドル/円相場は 127 円を突破し、またも年初来安値を更新した。本欄では繰り返し論じているが、進む円安について政策当局者が嫌気するような情報発信をすれば必ず具体的な政策介入を求めて市場参加者はつけ上がる。このところ、政府関係者からは円安を「悪い」と評価するような情報発信が見られ、昨日は遂に頑なだった黒田日銀総裁が「急速な円安はマイナス」と述べた。こうなると「口先だけではないのか試す」と投機筋は意欲を持つ。例えば円売りで攻め続けた結果、日銀が何らかの引き締め措置を出してくればその時は(一瞬でも)円高になるだろうから、そこで反対売買すれば勝算は立ちやすい。また、そうした状況に至れば、(既にそうなっているように)メディアは「日銀は動くのか？」と大仰に報じ、「日銀 vs. 為替市場」の対立構図を煽る。円売り投機ゲームは大衆にも注目されるようになる。そうして政府・日銀の一挙手一投足に因縁をつけ、為替売買が行われるようになると、無用な政策資源を浪費する展開が予見される。白川体制の円高対応で散々経験した話だ。あれだけ緩和カードをたくさん切っても、結局円高が止まったのは FRB が正常化プロセスに着手し、欧州債務危機が終息してからだった。

そうした泥沼化の兆候は先週からあった。4 月 13 日、都内で開かれた信託大会における黒田総裁の挨拶では「現在の強力な金融緩和を粘り強く続ける」といつも通りの発言が行われたが、これが円売り材料となりドル/円相場は 126 円台に乗せた。信託大会における総裁挨拶を注目していた市場参加者は殆どいないと思われるが、為替市場では盛大な円売り材料として扱われた。投機筋から注意深く見られていたということなのだろう。2016 年 9 月のイーールドカーブコントロール(YCC)導入を経て表舞台から(狙い通り)消えた日銀だが、信託大会挨拶を受けた円安進行は再び日銀が表舞台に引きずり出されたのだと感じさせるものだった。昨日の黒田総裁による円安けん制発言

も、この経験を踏まえて軌道修正したというのが実情かもしれない。当然、月末の政策会合にも影響するだろう。なお、遡れば、3月に指値オペを通告したことにあつたように思う。あの頃から「この状況でも緩和に拘る日銀」という文脈で注目されるようになってしまった。今となつてはあとの祭りだが、昨年 10～12 月期、欧米がインフレ警戒を高めた際、緩和路線に拘らずイールドカーブコントロール(YCC)の枠組みを修正しておくべきだったのだろう。いずれやらねばならない正常化プロセスならば、欧米と一緒に少しずつでも手を加えておくべきとの意見は常にあった。YCC の枠組みを抱えたまま3月の金利上昇に直面してしまったので、指値オペの通告は不可避だった。それが円売り投機を焚きつけてしまったのは周知の通りである。「策に溺れた」感は否めない。

～当局者の情報発信は無味乾燥が基本～

いずれにせよ円売り投機ゲームは始まった感がある。厄介なことに今回は日本の貿易赤字拡大、過剰な防疫政策による成長率低迷、FRB を筆頭とする海外中央銀行の引き締め路線など、ファンダメンタルズに照らして円売りに正当性がある。元々正当性のある行為(円売り)に政策当局者がゲームのきっかけを与えているのだから、円安は当然、勢いづく。

ではどうすれば良かったのか。そもそも政府・日銀による為替市場へのコメントは無味乾燥を貫徹すれば良い。円安の善悪などの価値判断はせず、「円安にはプラスもあればマイナスもある」と述べ続ければ良かった。もちろん、黒田総裁においては 1 月展望レポートで「全体としてプラス」と結論付けていた以上、そう述べるしかなかったのかもしれない。だが、展望レポートでは功罪両面が分析されていた。「円安にはプラスもあればマイナスもある」という情報発信でも何ら矛盾しなかったように思う。無味乾燥なものであればあるほど、投機筋にとっては掴みどころがなくなる。今からでも遅くないので、政府・日銀ともに「円安にはプラスもあればマイナスもある」というつまらない情報発信でワンボイス化を徹底した方が良いように感じる。為替の動きに為政者から価値判断を提供するほど、現状では取引材料として利用されやすいため、「相手にしない」を貫くのが一番である。

なお、円高であれ、円安であれ、為替の急変動は企業の為替戦略上、マイナスの影響が大きいのは事実だ。そのため「急速な変動は望ましくない」という情報発信は基本的に問題はない。1 月展望レポートでもその点には言及があり、実は昨日の黒田総裁による「急速な円安はマイナス」という発言はボラティリティを問題視した言動だったとすれば、特別なものではなかった。しかし、もはや日銀は投機ゲームの表舞台に立つ主役であり、一挙一動が注目されてしまう。こうなった以上、「円安にはプラスもあればマイナスもある」と方向感のない発言を繰り返すのが最も無難なのだろう。

～今後の想定される展開～

今後、政府・日銀はどう動くだろうか。本気で円安が日本経済にとってマイナスだと判断するのであれば、まずは金融政策の修正以外にあり得ない。この際、効果の有無は二の次である。この手の相場になると必ず為替介入の可能性を問われるが、それは話が飛躍し過ぎている。理論的には、金融政策と通貨政策は必ず同じ方向を向いている必要がある。円安に不満を漏らしながら金融緩和を継続するという姿勢は自己矛盾しており、まずは緩和に傾斜しすぎた政策姿勢の修正が必要である。通貨政策を司る鈴木財務相から「悪い円安」とのフレーズが出てしまった以上、金融政策を司る黒田総裁も平仄を合わせるというのが自然な流れだろう。それが YCC の修正なのか、マイナス

金利の解除なのか定かではないが、仮に対応するならば政策の「小出し」だけは避けなければならない。それは投機ゲームの参加者を喜ばせるだけである。2013 年 4 月、「戦力の逐次投入はしない」と華々しく表舞台に出てきたあの時のように、考えられる最大のカードを出した方が良い。また、当時、「分かりやすさ」で期待に働きかけたことも思い返されるべきである。現在の屋上屋を架すような複雑怪奇な枠組みではなく、誰しもが分かりやすい強力なカードで応戦した方が良い。直感的にはマイナス金利解除が最右翼ではないか。

もちろん、FRB が積極的に利上げをして、バランスシート縮小に勤しんでいる以上、それでも円安が修正される保証は全くない。冒頭述べたように、結局、円高も FRB が正常化プロセスに着手したことで小康を得た。だとすれば、今回の円安が止まる決定的な契機はやはり FRB の正常化プロセスの停止になってくるのかもしれない。

市場営業部
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4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMC を終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見通し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
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～
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	円相場の近況～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」を体現するアパレル生産日本回帰報道
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～本当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～)