

みずほマーケット・トピック(2022 年 6 月 20 日)

疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営

日銀は先週 16～17 日に開いた金融政策決定会合で、現状維持を決定した。海外中銀の流れに日銀も追随するとの思惑が先立っていたが、イールドカーブコントロール(YCC)の破綻に賭ける海外勢の過剰な期待に終わったと言える。声明文には為替動向を注視する旨が記述されたものの、黒田総裁の国会答弁を明文化したに過ぎず、新味があるとは言えない。もっとも、「金融・為替市場」という表現は超円高が問題になった 2012 年秋に登場しており、その際に政策変更はあった。今後、何かしらのアクションが無いとは言えない。あるとすれば YCC の柔軟化であり、例えば指値オペの水準を 0.25%と固定するのではなく、それより上まで広げる可能性だろうか。政権支持率に影響が出始めている以上、日銀としても現状維持の難易度は上がっていると言える。なお、諸条件を踏まえる限り、今の政府・日銀が置かれている状況は「疑似的な通貨危機」とも言える。0.25%のような絶対防衛線を設定してしまうと、逆に戦況が厳しくなることは国際金融の歴史が示している。中銀と言えどもファンダメンタルズと戦っても勝算は無い。

～海外勢の先走り～

日銀は先週 16～17 日に開いた金融政策決定会合で、現行の金融緩和を維持する方針を決定した。前日、スイス国立銀行(SNB)が+50bp のサプライズ利上げに踏み込んだことを受けて、日銀もこれに追随するとの思惑から円安が顕著に是正されていたが、結局会合後のドル/円相場は 131 円台から 134 円台まで戻って越週している。もっとも、本邦市場参加者において過去 9 年間にわたって堅持されてきた緩和路線が SNB のサプライズ決定 1 つで覆うと考えていた向きは少ないだろう。イールドカーブコントロール(YCC)の破綻に賭ける海外勢の期待が先走っていただけのように思える。ドル/円相場の押し目を待っていた向きには取引の好機だったのではないかと思われる。

～声明文で為替に言及する意味～

足許の円安相場に配慮を全く見せなかったわけでもなかった。声明文のリスクに言及する箇所では「金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある」と記述された。金融・為替市場という表記は一般的とは言えず、通常は 2011 年の超円高局面で用いられたように「国際金融市場の動向」と表記するか、単に「金融・資本市場の動向」などにするのが通例と考えられる。「為替」と神経質な論点にわざわざ言及したことが異例であり警戒度の表れとの解説は目立つ。なお、円が史上最高値をつける前月となる 2012 年 9 月 19 日会合では「金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要」とやはり金融・為替市場という表現が使われている。日銀として為替市場に対する警戒度が最高潮に達している意思表示と思われる。

もっとも、黒田日銀総裁は国会答弁において円安のスピードが速いことに警鐘を鳴らし、それをネガティブだと形容してきた。声明文の表記はそれが明文化されたに過ぎない。では明文化された

から何かアクションがあるのかと言えば、そうとは限らない。論者により見方は分かれるが、現実的な一手が思い当たらないからこそ「注視」するしかないのであり、あくまで気休め以上の効果は無いというのが筆者の基本認識である。一方、上記で紹介した 2012 年 9 月は追加緩和を決めているし、翌 10 月も追加緩和を決めている。この表現を使った時点で何らかの策を考えている可能性も否定はしかねる。実際、本当にアクション(今回の場合は引き締め)を決めるタイミングは「政治的に容認できなくなった時」と考えられ、その意味で週末の日経新聞や毎日新聞といった全国紙の世論調査で円安・物価高を理由に岸田政権の支持率が押し下げられていることは重要なサインと言える。

なお、為替に言及することは日銀の声明文上、異例なのかもしれないが、中銀が為替を注視するのは普通の話でもある。例えばユーロ相場が大きく変動する局面で ECB は普通に「為替相場のボラティリティ」をリスクとして指摘する。ある国の国内物価が(CPI)が対内価値を示すものとしたら、為替相場は対外価値を示すものであり、物価の安定を志向する中央銀行が為替相場の変動を気にかけるのは本来異例でも何でもない(むしろ注視すべき計数の 1 つである)。日本では財務省が通貨政策(対外価値)、日銀が金融政策(対内価値)と所管が明確に分裂していることもあって日銀と為替の関係がタブー視されがちだが、世界的には普通の話である。

～疑似的な通貨危機～

今後の政策運営に関し、黒田総裁は会見で YCC における 10 年金利の上限を 0.25%から引き上げる可能性について「緩和効果が弱まるので、そういったことは考えていない」と一蹴している。実際、0.25%を 0.30%にしても 0.35%や 0.40%を催促する相場が始まるだけであり、最初から相手にしないというのは 1 つの解である。また、日銀が国債を無制限に買うと言っている以上、(それを日銀が諦めない限り)巷間注目される海外投機筋の売り崩しが奏功することはない。

一方、国債市場を崩せなくとも為替市場で円売りを続ければ日本経済へのダメージを念頭に日銀が動くのではないかとの思惑はある。その円売りに付随する思惑を声明文における「注視」文言だけで抑制できるのかという話であり、恐らく無理だろう。国際金融の歴史において、分不相応な水準に為替レートを固定し、それが絶対防衛線のように見なされ、投機筋から攻撃対象になる(売り崩しを受ける)という通貨危機は幾度となく繰り返されてきた。往々にしてその結末は大幅切り下げによる固定された為替レート水準の放棄である。いかに中央銀行でもファンダメンタルズと戦うのは無謀であり、負け戦になる。今の日本は貿易赤字は巨大で、世界唯一のマイナス金利採用国になろうとしている。おまけに外貨をもたらし貴重な経路であるインバウンドも自ら門前払いしている。今回の円売りの最も厄介なことは「正しい」ことであり、日銀だけでどうにかなる話ではない。

通貨危機の例に話を戻せば、日銀が固定しているのは為替レートではなく金利だが、今や円安が日本経済にとってペインと見なされ、その円安の背景に YCC (による日米金利差拡大)があると考えられている以上、諦めずに円売りを続ければいつか日銀が緩和修正に乗り出し円高相場が演出されるという筋書きは相応に説得力がある。「噂(憶測)で円を売り続け、事実(引き締め決定)で円を買い戻す」に徹すれば収益は上がりやすい。日本は変動為替相場なので円売りを続けても「為替レート水準の放棄」は無いが、円安が日本経済にとって限界と判断されれば「10 年金利水準の放棄」という結末も絶対に無いとは言えまい。少なくとも 130 円台に入ってから起きているのはそうした結末を試す相場に見える。ある意味で疑似的な通貨危機の様相を呈しているのではないか。

繰り返しになるが、「円安が日本経済にとって限界」かどうかは岸田政権が決めることであり、その判断基準は恐らく政権支持率になる。政権支持率が下がるほど、投機筋の筋書きは実現性を増す。

～敢えて言えば 0.25%以上の僅かな容認？～

正常化方向の措置は全くないのだろうか。黒田体制が持続する限りにおいて、マイナス金利解除は難しいとして、あるとしたらやはりYCCの微修正くらいしか考えられない。4月に決定した「指値オペの毎営業日化」はこれを日常風景としていちいち円売り材料にさせないという効果が期待されたものの、疑似的な通貨危機まで視野に入ってしまったことを踏まえると、投機筋との主戦場を用意してしまったようにも見受けられる。直近の黒田総裁会見からはあまり期待できないが、やはり「0.25%」という絶対防衛ラインを自ら引いてしまう行為は余計に投機的な思惑を刺激するため、水準は明示しなくとも0.25%を超える値動きは許容した上で指値オペは柔軟に運用するという微修正はあり得るかもしれない。これをヘッドラインでは「金利上昇容認」と騒ぐだろうが、円安を抑止する観点からは悪くない扇動である。元より、YCCの変動許容幅は「上下共に0.25%ポイント程度」であり、0.30%までなら「程度」と強弁することもできなくはないだろう(苦しいのは間違いないが)。

本欄や『中期為替相場見通し』では円安が世論へのアラームとなり、政権支持率に影響した時、金融政策運営に影響が出るはずだと昨年来述べてきた。恐らく0.25%以上で指値オペを実施することについては「緩和」ではなく「柔軟化」なのだと主張するであろうが、金融市場は皆まで言わずとも日銀の胸中を汲んでくれるだろう。それならば黒田総裁も動きやすいのではないかな。

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6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないウカルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
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～株値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～いつまで株値を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～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～