

みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 21 日)

日銀の政策修正に関する論点整理～日銀 Pivot～

日銀は 12 月 19～20 日に開催された金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール(YCC)の柔軟化に踏み切った。大義名分はあくまで「より円滑にイールドカーブ全体の形成を促し、金融緩和の持続性を高めること」であるため、「利上げではない(黒田日銀総裁)」とされている。しかし、円安・物価高が懸念され始めた今春以降、黒田総裁は+0.25%以上の金利上昇は「実体経済に悪影響を与える利上げ」であるかのような説明に終始してきた。どのような方便を使っても今回の措置が事実上の利上げであることは否定が難しく、だからこそ市場も大きく反応している。識者によっては日銀の Pivot(政策転換)と言われても致し方あるまい。それほどまでに 10 年債利回りの上限(0.25%)突破は極悪であるかのように説明されてきた経緯がある。なぜこのタイミングで固辞してきた YCC 修正(≡緩和修正)に踏み切ったのか。諸説あるが、①海外勢が休暇に入っていること、②円安が落ち着いていること、③次期体制の露払いをしておく必要があったことなどが考えられる。今回の決定が一足飛びに次期体制の利上げなど引き締めにつながるわけではなく、そうなるためには過去 10 年に対する検証作業が必要になるはずである。

～疑いようなく「事実上の利上げ」～

昨日、日本銀行は 12 月 19～20 日に開催された金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロール(YCC)の柔軟化に踏み切った。10 年債利回りに関する「0%」の誘導目標は維持しつつも、許容変動幅が従前の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」へと拡大されている。同時に+0.5%での毎営業日指値オペが継続されることも発表された。大義名分はあくまで「より円滑にイールドカーブ全体の形成を促し、金融緩和の持続性を高めること」であるため、「利上げではない(黒田日銀総裁)」とされている。しかし、円安・物価高が懸念され始めた今春以降、黒田総裁は+0.25%を超える金利上昇は「実体経済に悪影響を与える利上げ」であるかのような説明に終始してきた。どのような方便を使っても今回の措置が事実上の利上げであることは否定が難しく、だからこそ東京時間のみならず、海外時間に入ってからでも円買いが加速している。10 年債利回りの「0%」目標が維持されているのだから利上げではないというのは大本営発表そのものであり、従前説明との整合性を重視するならばこれはやはり利上げであり、識者によっては日銀の Pivot(政策転換)と言われても致し方ない。それほどまでに 0.25%の上限突破は極悪であるかのように説明されてきた経緯がある。

～なぜ今なのか？～

なぜ、このタイミングで固辞してきた YCC 修正(≡緩和修正)に踏み切ったのかは諸説ある。ここでは大別して 3 つの点を指摘したい。それは①海外勢が休暇に入っていること、②円安が落ち着いていること、③次期体制の露払いをしておく必要があったことである。このうち①については想像に難くないところだ。クリスマス休暇前後で海外市場参加者が少ない時期ならば投機の思惑に振ら

されにくく、政策変更に伴う急変動も抑制できるというメリットは確かにあったように思える。

その上で重要な視点として②は考えられる。「円安が落ち着いていることがなぜ緩和修正に繋がるのか」と疑問を持たれるかもしれない。しかし、過去の本欄でも論じたように日銀には「円安が懸念されている時に緩和を修正すればペイントレードを誘発しかねない」という葛藤があったはずだ。ドル/円相場が連日最高値を更新する状況で緩和修正に踏み切ればほぼ確実に「円安抑制のために日銀が動き出した」と指差される。例えば円安相場が始まった3月、今回決めたようなYCCの許容変動幅拡大を持ち出したとして円安は止まっただろうか。3月時点ではFRBが+75bpの連続利上げに踏み切るというシナリオはなく、「利上げ幅は+25bpではなく+50bpが必要かもしれない」と言われていた頃だ。インフレ率も加速が続いていた。ECBにいたっては利上げ可能性すら否定されていた頃だ。恐らく、あの騒乱の最中で変動幅拡大をしても一時的に円売りを抑制する効果にとどまり、持続性は期待できなかった可能性が高い。カードを出すたびに「次は何をしてくれるのか」という催促相場の下、次々と緩和修正を強いられ、挙句に望まぬ急な利上げまで引き出されていた可能性がある(白川体制が円高抑制に際して次々と緩和を強いられたことの逆バージョンだ)。円安相場が小康を得ていたところに緩和修正を打ち込めば為替が争点になることを避けられる。為替市場に付きまといわれるのは中銀として厄介であるため、この点は聡明な判断だったと筆者は思う。

最後に③だが、巷説で言われている通り、次期体制に向けた露払いという側面は恐らくあったのだろう。今回の政策決定について政府の意向がどれくらい加味されていたのかは知る由もない。しかし、0.25%の上限に拘泥する過程で日銀の国債保有比率が遂に50%を突破し、債券市場の機能が著しく棄損されるなど目に見える弊害が指差され始めていたのは事実であり、そうした窮屈な政策環境をそのまま次期体制に引き継ぎたくないという発想は当然あったのではないかと。また、仮に来春以降、欧米のインフレ率が思ったほど減速しなければ、「海外金利上昇に伴う円安」が再び姿を見せる可能性がある。そうなった時のために政策の柔軟性をある程度確保しておきたいという胸中もあろう。従前との論理矛盾を指摘されてもレームダック化している現体制であればそうした汚れ仕事にも手が付けやすい。しかも、今回は「緩和枠組みの柔軟化であって引き締めではない」という建付けだ。ぎりぎり日銀Pivotであることを否定できるのだから黒田総裁の体面も一応保たれる。

～これから何が起きるのか？～

今回の政策決定は果たして次期体制の本当の意味での利上げ、つまりマイナス金利解除を意味するのかという点も関心が高いところだろう。しかし、一足飛びにそのような展開にはならないだろう。繰り返しになるが、今回の政策決定はあくまで日銀Pivotではない。本当にその決断に至るために、過去10年の総括は必要になるはずだ。2013年4月、できるだけ早期に2%を達成すべく量的・質的金融緩和に踏み切り、それには「異次元」という形容詞までつけられた。その上で2016年にはマイナス金利導入を経て、YCC導入時には総括的検証を実施するなどして「量」から「金利」への転換も図られている。次期体制がYCC廃棄や利上げに踏み切るとしても、過去10年に及ぶ現行枠組みに対して総括的検証(に類似した行為)が行われるのが筋だろう。それが2023年4月、唐突に起きるとは考えにくく、ゆっくりと時間をかけてそのタイミングが模索されると予想する。

ここで時折話題となるのが現行の緩和策の裏付けとも言われる政府・日銀の共同声明の取り扱いである。しかし、政府・日銀の共同声明は白川体制の産物であって黒田体制の産物ではない。

黒田体制や次期体制が引き締め(日銀 Pivot)を検討するために必ず共同声明の修正が必要という話でもないだろう。共同声明に記載されていること自体は「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政策連携」であって、日銀の挙動を具体的に縛るものでもない。むしろ、「緩和修正には声明文修正が必要」という前例を作ることは今後の日銀の政策運営やこれをウォッチする市場参加者との関係で見ても健全とは言えないだろう。表立って中銀の独立性が否定されているような状況は避けるべきであり、恐らく日銀としても政府としても共同声明の修正可否と金融政策の修正可否をリンクさせることは望んでいないのではないか。声明文を残しつつ、日銀が総括的検証を行い、能動的に緩和を修正すること自体、それほど無理な話ではないように思える。

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12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分) FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～ 米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月14日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分) 円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分) 本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分) 週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～