

みずほマーケット・トピック(2023年1月16日)

## 日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～

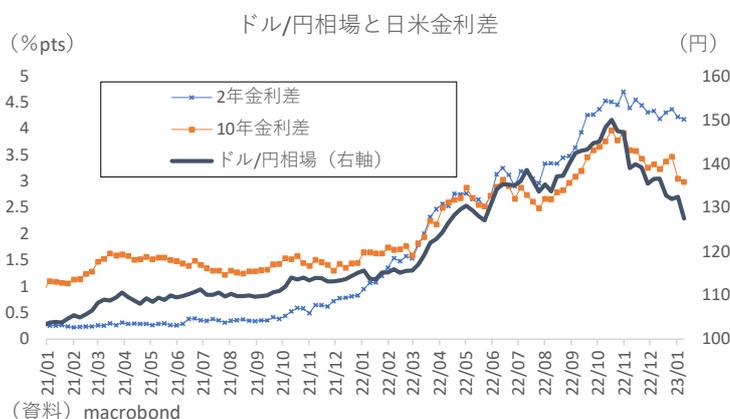
一部報道で「大規模緩和の副作用点検へ」とヘッドラインを報じられたことを受け、1月17～18日の金融政策決定会合でもイールドカーブコントロール(YCC)の変動幅再拡大が決断されるか、もしくは将来的な YCC 廃棄とマイナス金利解除を見込んだ総括的検証の予告があるのではないかという観測が強まっている。米国の経済・金融情勢の影響を強く受ける日本経済の性質を踏まえれば、円金利の急騰と米金利の急落が同時発生することは非常に珍しいが、足許ではそのような捻じれが発生しており、ドル/円相場が7か月ぶりの127円台まで押し下げられている。筆者は1月の変動幅再拡大はあまりにも節操がなく可能性も低いと考えるが、ここまで期待が醸成されている以上、ゼロ回答もないかもしれない。現行枠組みの総括的検証を指示する程度の動きはあっても不思議ではないだろう。もっとも、その結論を踏まえてアクションを起こすのは新体制であろう。4月27～28日の初回会合で名実ともに YCC が役割を終える可能性を。同じタイミングで物価目標の柔軟化やこれに伴う政府・日銀の共同声明も修正が必要に。

### ～読売報道の解釈～

先週13日の金融市場では、日本の新発10年国債利回りが0.535%と2015年6月以来、7年7か月ぶりの水準に達した。これに応じて同日、日本銀行は10年国債を0.50%で無制限に買い入れる指値オペを通知している。前日(12日)の米国時間には米12月消費者物価指数(CPI)の上昇率が一段と鈍化したことを受けて米10年金利が一段と低下し、これに応じてドル/円相場は一時、約7か月ぶりとなる127円台まで下落している。

基本的に米国の経済・金融情勢の影響を強く受ける日本経済の性質を踏まえれば、円金利の急騰と米金利の急落が同時発生することは非常に珍しく、ドル/円相場の動きは必然とも言える。

米金利が低下する局面では円金利も連れて下がることが多いが、今回そうならなかったのは12日の日本時間朝に読売新聞が「大規模緩和の副作用点検へ」とヘッドラインを報じたためだ。昨年12月に続いて1月17～18日の金融政策決定会合でもイールドカーブコントロール(YCC)の変動幅再拡大が決断されるか、もしくは将来的な YCC 廃棄とマイナス金利解除を見込んだ総括的検証の予告があるのかという観測が強まっている。変動幅が再拡大される場合、±0.75%へ前後25bpずつの拡大が予想されるが、2か月連続のそうした動きはあまりにも済し崩し的な対応と言わざるを得ない。



得ず、恐らく直ぐに 0.75%への投機的な仕掛けが始まるだろう。そうした展開が容易に予想される中、1月の変動幅再拡大はあまりにも節操がなく、可能性が低い。

もちろん、ここまで期待が醸成されている以上、ゼロ回答は有り得ないかもしれない。そもそも読売新聞で報じられた「現行政策の副作用を注意深く点検する」といった姿勢自体、従前からあるものだ。総括的検証を命じる程度の決定はあっても不思議ではない。ただし、検証を命じても、その結論は新体制だろう。黒田総裁にとって最後の会合となる3月9～10日で総括的検証の結論が示されるという着地も「現行体制の終焉」の節目を表す1つの形ではあるように思える。しかし、見方を変えれば「最後に瓦解した」という構図でもあり、黒田総裁が受け入れるのは難しいと察する。

### ～新体制初会合で YCC 廃棄～

具体的に YCC 廃棄やマイナス金利解除という動きがあるとなれば、総括的検証を経て、4月の新体制発足以降と考えたい。指値オペを通じた大量の国債購入は値上げ報道が相次ぐ国内の経済情勢とも平仄が合わず、持続性があるとは思えない。YCC という枠組みがある以上、特定金利水準を防衛するために政策運営(≒国債購入)が必要になる。遅かれ早かれ破棄は不可避であろう。「もはやデフレではない」という宣言と共に YCC という制度自体を廃棄するというのが新体制下での初仕事になると予想したい。そもそも日本の 10 年国債は±50bp 程度しか動かない。ゆえに YCC がカーブを制御しているとはもはや言い難く、YCC はもう実質的に瓦解しているというのが現状であろう。あとは名目的にそれを認めるかどうかだ。

こうした状況を踏まえ、4月27～28日の初回会合は YCC の廃棄を宣言するなどして、大量の国債購入を要しない新体制の方向感をアナウンスするのではないか。具体的には CPI に関する 2% 目標はあくまで中長期的に収斂すべき物価安定の目途と置き換え、これと整合的になるように政府・日銀の共同声明も修正が検討される。筋論から言えば、中央銀行が政策方針を変えるタイミングで「政府との共同声明に手を入れることが必要」という通念が残ることは健全とは言えない。しかし、共同声明には 2% 目標に関し「できるだけ早期に実現することを目指す」という表記がある。日銀が YCC を名実ともに廃棄するにあたって、もう少し穏当な表現へ修正するか、もしくは共同声明自体を失くすかが必要になる。後者は性急な印象が避けられないであろうから、やはり修正の上、新しいものに刷新される公算が大きい。そもそも 10 年前に作られた声明文である。総交代や政策変更がなくても何らかの修正は必然のものだろう。

### ～ドル/円相場への影響～

気になる為替への影響だが、マイナス金利解除まで至れば当然、120 円割れまで展望する必要が出てくる。「新体制発足とともに日銀の利上げ局面が始まる」という展開をメインシナリオに据えている市場参加者は少数派である。実際のところ、「FRB が利上げを止めるタイミングで日銀が利上げに動く」という構図は歴史的にもかなり考えにくい。需給面で貿易赤字が残存する以上、日米金利差だけで円高になる余地は小さいはずだが、「日銀が FRB よりもタカ派」というのは稀有な市場環境であり投機的に円高が進む可能性はある。なお、為替以外では当然、長短金利上昇の結果と株価の下落は不可避だろう。元より増税志向の強い岸田政権の財政政策に加え、幅を持った金利上昇に耐えられるほど日本経済は強くない。「財政緊縮+金融引き締め」のポリシーミックスはほぼ

間違いなく政権支持率を押し下げそうだ。岸田政権としても金融政策の動きによって政治的に望むであろう政策が頓挫することは本意ではないはずである。恐らく新体制の下でもマイナス金利解除は棚上げされ(解除はされても1回限りで利上げ「局面」にはならず)、FRBの利下げが視野に入る10～12月期以降、済し崩し的に正常化ムードも有耶無耶になる公算が大きい。

4月の新体制が着手できるのは、物価目標の柔軟化に伴う共同声明の修正およびこれに伴うYCCの放棄にとどまるというのが筆者の基本認識である。既にそこまでの政策修正は円相場に織り込まれているように見受けられ、「日銀トレードで円高」という余地は既にかなり小さくなっていると考えたい。引き続き、日銀の連続的な利上げが無いとすれば、『中期為替相場見通し』で示したように、125円付近を下値として、年央以降、日米金利差に応じた円安が息を吹き返す可能性に構えたい。

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](mailto: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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                      |
|-------------|---|
| 2023年1月13日  | 週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)                  |
| 2023年1月10日  | 米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～                         |
| 2023年1月6日   | 週末版   |
| 2023年1月5日   | FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～                     |
| 2023年1月4日   | 2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい                       |
| 2022年12月23日 | 週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)               |
| 2022年12月21日 | 日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～                        |
| 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～                     |
| 2022年12月14日 | 米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～                       |
| 2022年12月13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議長総括から何を読むか～                        |
| 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  | 水際対策完全撤廃を前に論点整理                                 |
| 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位の対外総債務国」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～)            |