

みずほマーケット・トピック(2023 年 1 月 19 日)

## 日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～

日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。事前報道で高まった期待だが、今回は本邦市場参加者の多くがこれを否定的に見る一方、メディアを中心とする金融市場の外縁が騒ぎ立てたノイズに過ぎないという印象。もっとも、厳密には現状維持と断言できない部分も。共担オペ拡充により「低利の長期資金」を得ることができるようになった金融機関はそれより高い利回りの国債を購入するインセンティブを持つ。こうした政策運営は次期体制移行後も影響が残る。従前より YCC の金利操作目標を 10 年物から 5 年物にシフトさせるのではないかと観測はあったが、共担オペ拡充がその布石という見方も。日銀の「次の一手」に関しては現体制での引き締めが考えにくいのは巷説の通りだが、新体制の取れるタカ派政策に関しても、その具体策や期間に相当の制約がありそう。岸田政権が増税志向を隠さない以上、日銀が金融政策を引き締め方向に調整するにも限界はある。「財政引き締め+金融引き締め」のポリシーミックスを取れるほど岸田政権の政治資源は厚くないであろうし、日本の経済・金融情勢に適しているとも言い難い。

### ～現状維持、外縁が騒ぎ立てたノイズ～

今週 17～18 日に開催された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。同時に発表された「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では消費者物価指数(CPI、生鮮食品除く)の見通しに関し、2023 年度は 1.6%で据え置かれる一方、2022 年度は 2.9%から 3.0%へ、24 年度は 1.6%から 1.8%へ引き上げられた。2023 年度の CPI 失速は政府の財政補助を背景に電気・ガス料金が引き下げられていることを想定している。会合後のドル/円相場は 131 円台まで急騰したが、米経済指標の悪化やこれに伴う米金利低下・ドル安を受けて 128 円台まで戻している。終わってみれば為替は横ばいである。会合前のブルームバーグサーベイ(43 人中 42 人が現状維持予想)などにも表れるように、今回政策修正を見込んでいた向きは皆無に近い。先週の本欄でも長期金利の変動幅拡大など今会合における政策修正を「あまりにも節操がなく、可能性が低い」としていた。事前の読売新聞の報道で高まった期待だが、今回は本邦市場参加者の多くがこれを否定的に見る一方、メディアを中心とする金融市場の外縁が騒ぎ立てたノイズに過ぎないという印象が強い。

### ～共担オペ拡充の評価:タカ?ハト?～

もっとも、厳密には現状維持と断言できない部分も残る。既報の通り、今回は政策の大枠(YCC)は現状維持とされつつ、「共通担保資金供給オペ(共担オペ)」の拡充が決定された。共担オペの枠組みにおける利回りは固定金利型については「年限ごとの国債の市場実勢相場を踏まえ、金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促す観点から、貸付けの都度決定する」とされ、この理屈に沿ってこれまでは回避(自重?)されてきた中長期(5～10 年)の資金供給が金融機関に対して可能になる。固定金利型の共担オペに限らず金利入札型のそれに関しても資金供給期

間の上限が従来の 1 年から 10 年に延長されている。「低利の長期資金」を得ることができるようになった金融機関はそれより高い利回りの国債を購入するインセンティブを持つようになる。必然、日銀が国債購入をしなくてもイールドカーブをコントロールする余地が生まれるという算段である。欧州債務危機時、ECB が低利の長期流動性供給 (LTRO) を実施した時も域内金融機関に低利の資金を与えることで、利回りが高止まりする南欧国債への裁定取引が増えることを狙ったと言われたことがあった。日本が債務危機に陥っているわけではないものの、国債利回りの抑制に銀行部門の投資行動を利用するという構図は同じである。

こうしたアプローチ (共担オペ拡充) については過剰なタカ派期待に対抗するための緩和策と取る向きが大勢だが、来るべき正常化の布石として引き締め的な政策だという声もある。初回のオペは 1 月 23 日に期間 5 年を対象として金利入札型で行われる。従前より YCC の金利操作目標を 10 年物から 5 年物にシフトさせるのではないかと観測はあったが、「金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促す観点」が重視される以上、期間 5 年の共担オペ金利を通じてそうした動きが実現する可能性はある。それ自体を捉えて「実質的な利上げ」と評価する向きもあるだろう。

### ～為替への影響と「次の一手」～

為替への含意と日銀の「次の一手」をどう検討すべきか。まず前者に関しては、日銀の真意はどうあれ、為替市場での評価は「現状維持で円売り」である。よって当面、「日銀の挙動次第で円高余地がある」という状況は変わらない。中期的な為替見通しを立てる上で日銀のタカ派姿勢が円高リスクという想定は引き続き外せないものである。昨日、その後に円高が進んだのは米 12 月小売売上高、米 12 月卸売物価指数 (PPI)、米 12 月鉱工業生産などが軒並み市場予想対比で悪化したことの影響も大きいはずである。常々述べているように、1～3 月期 (長く見ても 4～6 月期前半) までは FRB の利上げ幅縮小・停止が主要テーマであり、それに応じたドル安・円高に支配されやすい。これはドルを基軸通貨とする変動為替相場においては不可避の状況と言える。

日銀の「次の一手」をどう考えるべきか。YCC の廃棄やこれに伴うマイナス金利解除といった動きは黒田体制の失敗として評価されるであろうから、引き続き黒田総裁の任期中に決断されるとは思わない。日本の経済・金融情勢を踏まえれば、日銀のタカ派的なアクションにも自ずと限界はあり、それ自体、無駄打ちはできないと思われる。「タカ派政策の糊代」は残しておきたいだろう。また、新体制がタカ派的なアクションを取るとしても、その期間は恐らく長くない。FRB の利下げが本格的に検討されるまでの限られた時間でしか日銀のタカ派姿勢は維持できないだろう。「FRB の緩和」に対して「日銀の引き締め」が対置されるような構図は両者の景気循環が一致しやすいことなどを

ポリシーミックスの組み合わせ

|   | 金融政策 | 財政政策 | 通貨政策 | 政策意図                      | 例          |
|---|------|------|------|---------------------------|------------|
| ① | 緩和   | 緩和   | 通貨安  | 不況脱却、デフレスパイラル回避           |            |
| ② | 緩和   | 緩和   | 通貨高  | 持続不可能                     |            |
| ③ | 緩和   | 引き締め | 通貨安  | 景気下支え                     | 日本         |
| ④ | 緩和   | 引き締め | 通貨高  | 持続不可能                     |            |
| ⑤ | 引き締め | 緩和   | 通貨安  | 持続不可能                     |            |
| ⑥ | 引き締め | 緩和   | 通貨高  | 経常黒字縮小、景気過熱防止 (しかし、⑧より弱め) | 英国、ユーロ圏、米国 |
| ⑦ | 引き締め | 引き締め | 通貨安  | 持続不可能                     |            |
| ⑧ | 引き締め | 引き締め | 通貨高  | 景気過熱防止                    |            |

(資料) 筆者作成

日銀引き締めでこちらへ?

り、それ自体、無駄打ちはできないと思われる。「タカ派政策の糊代」は残しておきたいだろう。また、新体制がタカ派的なアクションを取るとしても、その期間は恐らく長くない。FRB の利下げが本格的に検討されるまでの限られた時間でしか日銀のタカ派姿勢は維持できないだろう。「FRB の緩和」に対して「日銀の引き締め」が対置されるような構図は両者の景気循環が一致しやすいことなどを

思えば考えにくい。FRB の利上げ停止後、政策運営が「風」になるとした場合、それは 4～6 月期や 7～9 月期だろうか。その隙にどれほど正常化を進められるかが新体制の最初の見せ場になる。

もともと、日銀の正常化もさほど深入りできるものではないだろう。岸田政権が増税志向を隠さない以上、日銀が金融政策を引き締め方向に調整するにも限界はある。「財政引き締め+金融引き締め」のポリシーミックス(前頁図)を取れるほど岸田政権の政治資源は厚くないであろうし、そもそも日本の経済・金融情勢に適しているとも言い難い。円安と物価高が国民生活に苦痛を強いた以上、「できるだけ早期」に 2%達成を望む政府・日銀の共同声明は何らかの修正が必要としても、それだけを根拠に急進的な金融引き締めが持続するとは到底考えにくい。為替市場の観点から日銀の想定外の引き締めは円高リスクとして残りつつも、春以降、内外金利差を意識した円キャリー取引が流行りやすい環境を引き続き想定したいと思う。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.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18日  | 懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～                          |
| 2023年1月16日  | 日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～                           |
| 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、何を考えているのか？～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  | 伊メロニニ新政権、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～                            |