

みずほマーケット・トピック(2023 年 2 月 14 日)

日銀、植田新体制への所感～Q&A 方式での整理～

植田新体制に関する論点を Q&A 方式で整理。最も照会を受ける点として「タカ派なのか？ハト派なのか？」というものがあるが、植田新体制をタカ派・ハト派という安易な二項対立に嵌めて理解することは難しい。リフレ思想のように金融政策で森羅万象が解決できるかのような極端な言説が異常なのであって、植田体制は「経済・金融情勢を踏まえ、適時適切な判断をする」という中銀のあるべき姿に回帰するだけ。基本的には「異次元緩和を通常緩和へ」というコンセプトの下、軟着陸が志向されるはずで、やるべき課題は①共同声明の見直し、②イールドカーブコントロール(YCC)の廃棄、③マイナス金利の解除の 3 つ。この①～③をどういったペース配分で進めるかという話であり、それ以上の引き締め政策は想定されない。注意すべきは現状ではノーマークの黒田体制としては最後になる 3 月会合。年内に欧米経済の減速があることを思えば、日銀の正常化プロセスは一会合とて無駄にできない状況。YCC 変動幅の再拡大はリスクナリオか。なお、植田新体制における円相場見通しへの影響は軽微と考える。

引き続き本邦金融市場では植田新体制への思惑が交錯している。昨日は新体制への所感、旧体制への総括、為替への含意などを簡単に整理したが、改めて注目される「次の一手」と為替の反応に絞って、Q&A 方式で論点を整理しておきたいと思う。

Q1:タカ派なのか？ハト派なのか？

A1:最も照会を受ける点だが、植田新体制をタカ派・ハト派という安易な二項対立に嵌めて理解することは適切ではない。確かに、植田教授が現行の政策枠組みに対して所感を示した 2022 年 7 月 6 日付の日本経済新聞『経済教室』では「多くの人の予想を超えて長期化した異例の金融緩和枠組みの今後については、どこかで真剣な検討が必要」と述べているため、これをもって緩和路線に慎重なタカ派という評価が先行しやすい雰囲気はある。だが、既に方々で紹介される通り、フォワードガイダンス(時間軸政策)のような非伝統的政策の理論的支柱を担ってきた経緯を踏まえれば、タカ派的思想に支配された人物ではないのは明らかである。2001 年 3 月の量的緩和政策導入に反対した経緯も頻繁に引用されるが、これは「意味が無いからやらない方が良い」という主張であり、黒田体制の 10 年間を通じてマネーサプライが大して増えず、それに応じて賃金や物価が整合的な上昇を見せるということもなかったのだから、むしろ 2001 年時点の読みが適切だったと言える。

2013 年 4 月以降に熱を帯びたリフレ礼賛ムードのように金融政策で森羅万象が解決できるかのような極端な言説が異常なのであって、植田体制は「経済・金融情勢を踏まえ、適時適切な判断をする」という中央銀行の本来あるべき姿に回帰するだろう。もっとも、後述するように、「現行枠組みの収拾」は不可避のタスクであり、「強いて言えばタカ派」というイメージは当初付いてしまうかもしれない。もちろん、植田教授ほどの経験値があれば、これも当然、想定されている展開だろう。上手く

バランスを取った情報発信に努めて、難しい時期を乗り切るのだと期待したい。

Q2: 植田体制の初会合(4月27～28日)、最初の一手は？

A2: 市場関係者に限らず、4月27～28日会合に何が起きるのかという注目度は非常に大きい。大まかな展開を想像すると、政府・日銀の共同声明を見直した後、具体的なステップに進むというのが基本だろうか。2013年1月に設定された共同声明は「初めて2%の物価安定の目標を導入し、これをできるだけ早期に実現することを目指すとされており、従来の金融政策の枠組みを大きく見直した画期的なもの(首相官邸HP)」と定義されている。巷説で予想されるように、現下のインフレ情勢を踏まえれば「できるだけ早期に実現」の部分は修正含みである。広義解釈で乗り切ることも不可能ではないが、リフレ政策からの脱却を示唆するという意味で岸田政権は修正を望むだろう。本質論としては金融政策を縛るような声明が政府との間に残存すること自体が不健全ゆえ、筆者は声明文ごと無くすのが筋と思うが、それは市場との摩擦を避ける植田体制では好まれないだろう。

現状では、総裁就任に向けた植田教授の情報発信に乏しく、不透明な部分が多いが、過去の言動を踏まえる限り、基本的には「異次元緩和を通常緩和へ」というコンセプトの下、軟着陸が志向されるはずだ。やるべき課題は①共同声明の見直し、②イールドカーブコントロール(YCC)の廃棄、③マイナス金利の解除の3つであり、これをショックなく進めることに努めるはずである。最も順当に進んだケースとして4月会合では①、6月会合と7月会合で②と③に着手し、正常化プロセスがそこで停止するというシナリオだろうか。ただし、①は名目的に廃棄という形を取らずとも、上下±100bpという幅広いレンジを用意するという格好にするかもしれない。

いずれにせよ総裁が変わったからと言って日本経済の地力が急激に復活するわけではなく、それゆえに複数回の利上げが可能になるわけではない。あくまで「やるべきことをやる」だけである。裏を返せば、黒田体制ではリフレ思想の理想追求のために現実逃避の時間が長くなり過ぎた。その逃避していた部分の巻き戻しが植田体制の最初の仕事になる。

Q3: 黒田体制、最後の会合は無風で良いか？

A3: 植田新体制に注目が集中する一方、黒田体制にとって最後となる3月9～10日会合への注目は殆どなくなっている。しかし、無風とも言い切れない。

上述したような植田新体制の政策運営に対する見方は実のところ珍しいものではなく、程度の差こそあれ、市場参加者において概ね意見集約が済んでいる。問題は4月以降に異次元緩和の撤収が始まるのが分かっている以上、1月会合前に見られたような日本国債市場における投機的な動き、具体的には国債の売り圧力が増大(≒長期金利の上昇)する不安は残る。現行体制では内田理事(次期副総裁)が新体制で執行部として残るため、現状では殆ど注目されていない3月9～10日の会合も消化試合とはしない可能性が残る。時が経つほど欧米経済の失速と共にFRBやECBの引き締め停止(やその先にある利下げ)が現実味を帯びてくる。そうなれば日銀の正常化プロセスはますますナローパスに追い込まれる。実際のところ、「やる事が分かっている以上、一会合とて無駄にできない」という胸中もあり得る。その場合、最終会合で今後の政策運営を制約する可能性のある共同声明の内容を見直すのは不自然であることから、YCCの変動幅を±50bpから±75bpへ拡大する措置などはあるかもしれない。可能性は高くないが、留意は必要である。

Q4:ドル/円相場への影響は？

A4:新体制移行に伴う為替への影響は軽微と考えている。何かにつけて市場期待との乖離を突いてボラティリティを供給していた黒田体制のアプローチは植田新体制が重視するであろう「市場との対話」から最も遠いやり方だった。為替に限らず、債券や株式の価格にショックを与えないような舵取りが期待できると考えている。

過去の本欄でも繰り返し強調してきたように、筆者はあくまで 2023 年のドル/円相場を見通す上で最も重要なことは「米国の政策金利は高止まりすること」、「日本の貿易赤字は大きいまま残ること」の 2 点だと考えている。共に円安要因だ。確かに、日銀の挙動次第で円金利が上昇することは円高要因だが、内外金利差に照らせば、大勢に影響を及ぼす話ではあるまい。そもそも誰が総裁になっても①～③は避けられないという見方は多かったため、政策修正がこの範囲に収まるならばドル/円相場が基本シナリオから逸脱することはないというのが筆者の基本認識である。ちなみに先週 10 日以降、円安が進んでいるのは植田新総裁について「思ったほどタカ派的な人選ではない」という理解が進む中での動きと見受けられるが、当人からの情報発信が見られない中でやや極端な動きにも思える。最終的に円安に振れることに違和感はないが、第一報以降の円相場の動きには性急さを覚える(植田新総裁が国会同意を得ていない時点で織り込みが進み過ぎている)。

もちろん、不透明感が無いわけではない。新体制にまつわる円高リスクとしては初回会合で上で見てきたような①～③の正常化プロセスを一気呵成に決定してしまうこと、逆に円安リスクはこれを全く急がないことについて初回会合で宣言することなどだろうか。市場との摩擦を最小限に抑えたいとタイプの総裁であれば、やはり前者よりも後者のリスクの方が高そうではある。しかし、上でも述べたように、2023 年は時が進むごとに欧米経済の失速が露わになり、日銀の政策環境も窮屈になることが予想される。正常化のタスクとして①～③を超えるようなことはしないとしても、その歩みが思ったよりも早くなるということはある。

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
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
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～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
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「バズ」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	伊メロニー新政権、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	パリイ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