みずほマーケット・トピック（2023 年 2 月 27 日）

植田総裁候補の所信聴取を受けて

2 月 24 日、衆議院において植田日銀新総裁候補（現・東大名誉教授）の所信聴取が行われた。植田教授が総裁候補として初めて金融政策観を情報発信するということで事前の注目度は極めて大きなものであったが、総じて金融市場への影響は限定的で、第一関門を乗り切ったという印象。現行路線の問題点を認めつつ、現行路線からの急旋回は否定するという非常に難しい舵取りをやってのけた。植田体制は「デフレは貨幣現象であり金融政策で解決できる」という前体制を通底したリフレ思想からはっきりと距離を取る姿勢を確認することができた。黒田体制が白川体制の全否定から始まったのとは対照的に、植田体制は黒田体制の部分否定から始まり、少しずつ緩和策の撤収を図ることになる。「黒田→植田」は「ハト派→タカ派」方向の体制転換であり、対応は漸次的にならざるを得まい。YCC 廃棄とマイナス金利解除までは現在の為替市場で織り込まれているように思えるが、それでも 135 円を超えて推移していることは想定外。それほどまでに金利・需給環境が円安を肯定しており、2022 年の風景を見ているようである。

～安全運転ながらも前体制との決別は明らか～

2 月 24 日午前、衆議院において植田日銀新総裁候補（現・東京大学名誉教授）の所信聴取が行われた。植田教授が総裁候補として初めて金融政策観を情報発信するということで事前の注目度は極めて大きなものであったが、総じて金融市場（とりわけ為替市場）への影響は限定的で、第一関門を乗り切ったと言って良いだろう。現行路線の問題点を認めつつ、現行路線からの急旋回は否定するという非常に難しい舵取りをやってのけたように思える。取り上げるべき論点はいくつかあるが、黒田体制と植田体制の最大の違いを表した場面が 1 つあった。それは以下の国民民主党の前原誠司議員とのやり取りであった：

- 前原議員：デフレは貨幣現象とお考えなのか。つまり、デフレは金融政策で変えられるとお考えなのか。
- 植田教授：経済学の教科書にはデフレあるいはインフレは貨幣的現象であるという記述がある＜中略＞しかし、物価は基本的に財・サービスの需要と供給で決まっていくものである。その中で需要の 1 つの決定要素として貨幣的な要素がある。それが中長期的・短期的に強い影響を与える局面もあれば、最近の日本のようになかなか影響が力強くは出てこない局面と両方ある。後者のような場合、ある程度の期間を取ってみても、デフレが貨幣的現象であるというふうには見えない。

かなり慎重な言い回しに終始しているが、これは現在の日本において「リフレ思想に彩られた量的緩和を主軸とする金融政策は物価に対して殆ど意味を持たない」という趣旨であろう。これと同趣

旨の発言は立憲民主党の階猛議員に対する答弁でも述べており、物価を押し上げるにあたって金融政策の万能性を否定するものと考えられる。10 年前、安倍総理は衆議院予算委員会において「デフレは貨幣現象であり、金融政策で変えていくことができる」と断言し、この思想がその後の 10 年間の金融政策に通底された。10 年の時を経て、この思想は確実に日銀の政策運営から切り離されることになるだろう。それは後述する通り、「質すべきものは質す」という政策運営に帰着する。

～黒田体制の部分否定から入る植田体制～

所信聴取における言動を踏まえる限り、4 月の初回会合における大きな変化を確信するのは難しい。だが、聴取において「(現行枠組みの検証作業について)必要に応じて検討したい」との意向が示されていることからも分かる通り、「質すべきものは質す」という基本姿勢は揺るぎないと思われる。大まかな方向性として「副作用にまつわる論点が整理されたうえで正常化を検討する」というのが基本姿勢になるだろう。もっとも、黒田体制が白川体制の全否定から始まったのとは対照的に、植田体制は黒田体制の部分否定から始まり、少しずつ緩和策の撤収を図ることになりそうである。そもそも「タカ派→ハト派」の体制転換と理解された「白川→黒田」とは異なり、「黒田→植田」は「ハト派→タカ派」方向の体制転換であり、金融市場へのショックという意味では漸次的にならざるを得ない。

過去の本欄でも論じたように、具体的に想定されるのはイールドカーブコントロール(YCC)廃棄とマイナス金利解除である。これらは銀行部門を中心として副作用を蓄積する装置と化しており、「質すべきものは質す」の対象となることはほぼ既定路線と言える。例えば、YCC を継続することに関しては「様々な副作用を生じさせている面は否定できない」と述べた上で「時間をかけて議論を重ね、望ましい姿を決めていきたい」としており、見直しの方向性自体は認められている。その上で操作対象年限を 10 年から 5 年へ短期化することも「将来見直すことがあったとして、そのときの一つのオプションになる」と具体的な言及も見られている。既に植田教授の胸中はいくつかの修正プランがあるのだろうが、YCC を温存する限り、国債購入が無制限に継続する現状はどう考えても不健全であり、廃棄は不可避と考えるべきだろう。なお、植田教授自身が「YCC の修正、具体的な選択肢を言及することは不測の影響を及ぼすリスク」と述べている通り、YCC は修正の思惑が強まった途端に国債が投機的な売り込まれ、その収拾のために国債購入がかさむことになる。廃棄は前振れもなく突然に決断される可能性があり、それが 4 月ではないという保証はない。しかし、これらを修正しても異次元緩和が通常緩和になるだけであるから「金融緩和を継続し、企業が賃上げできる環境を整える」という所信聴取の発言と大筋矛盾するものではないだろう。

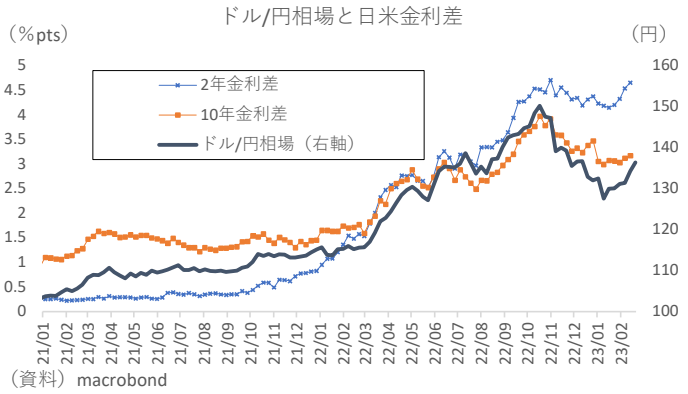
YCC 廃棄の後にはマイナス金利解除、保有国債残高の削減、上場投資信託(ETF)の削減など難題が山積している。しかし、年内に欧米中銀の引き締め局面が収束することまで視野に入れた場合、着手できるのは YCC 廃棄とマイナス金利解除までが精一杯ではないかと予想する。

ちなみに、注目される政府・日銀による共同声明の取り扱いに関しては「直ちに見直す必要はない」と述べられているが、黒田体制を象徴する文言である「できるだけ早期に実現を目指す」との表現に関しては、決定会合での議論を踏まえて修正が検討される可能性も示唆されており、「2%目標の中長期化」という市場予想に沿った展開は引き続き予想される。この辺りは日銀だけのスケジュールでは進まないため、政府とすり合わせの上、4・6・7 月の会合で動きがあると予想したい。

～円相場への含意～

植田総裁候補に次いで、内田・氷見野両副総裁候補の聴取を経ても為替市場に大きな混乱は見られなかった。年初来、日銀新体制への修正観測から一時 127 円台まで調整が進んでいたものの、今やそうした動きは殆ど見られなくなっている。YCC 廃棄やマイナス金利解除は既に織り込まれていると思われるが、それでもドル/円相場は 130 円割れどころか 135 円を超えて推移している。

筆者は YCC 廃棄やマイナス金利解除まで織り込んだ水準が 130 円割れだと考えていたのだが、①米国のインフレ率が想定外に下がらなくなっていること（よって米金利が再浮上していること）、②日本の貿易赤字が想定外に大きくなっていること、という 2 つの「想定外」が重なった結果、もはや日銀トレードだけで円高は実現しなくなっているように見受けられる。②は先週の本欄でも議論した通りであり、今後は輸入高止まりに輸出鈍化も加わって、円売り超過の需給環境が残存する公算が大きい。ここまではメインシナリオ通りである。しかし、これに加えて①が浮上していることはやはり想定外と言える。今年に入ってからのドル/円相場復調は明らかに日米金利差の再拡大に背中を押されている（図）。過去の本欄では米国の消費者物価指数（CPI）に関し+10%から+5%への低下と、+5%から+2%への低下では難易度が全く違うと論じたが、早くもその難易度が波乱要因になっているのが現状と考えられる。ややペースの速さを感じるが、金利差も需給も円安を肯定するというのは 2022 年と全く同じ構図であり、引き続き『中期為替相場見通し』で見据える年内 140 円復帰のシナリオは不変である。



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に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24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版（本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～）
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年1月分）
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
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「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～）