

みずほマーケット・トピック(2023 年 4 月 11 日)

植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意

注目された植田和男・日銀新総裁の記者会見は終始安全運転に徹し、無難に切り抜けたという印象を受けた。会見の注目点はイールドカーブコントロール(YCC)の修正意思をどれほど汲み取れるかにあったが、総じて「直ちに修正することは無いが、直ちにでなければ修正はあり得る」という時間軸を分けた言いぶりに徹しており、現時点の真意を汲み取るのは難しかった。しかし、会合の 2 週間前となる現時点で「直ちに修正することは無い」と述べている以上、4 月 27～28 日の初会合で修正に踏み込む可能性は限りなく低いはず。片や、副作用や点検・検証といったフレーズも会見では多用されていた。「直ちに修正することは無いが、直ちにでなければ修正はあり得る」というのが真意だとした場合、「4 月会合はなくとも 6 月会合ないし 7 月会合での YCC 修正はあり得る」と構えておいた方が無難。FRB が利上げ停止を決める一方、ECB がまだ利上げを模索している可能性のある 6～7 月頃は YCC 修正の時期として適当ではないか。

～「直ちに修正することは無い」を強調～

注目された植田和男・日銀新総裁の記者会見は終始安全運転に徹し、無難に切り抜けたという印象を受けた。会見の注目点はイールドカーブコントロール(YCC)の修正意思をどれほど汲み取れるかにあったと思われるが、その点に関しては「現状の経済・物価・金融情勢に鑑みると、現行の YCC を継続することが適当と考える」とまずは否定している。もっとも、修正を示唆すれば会合に先回りして日本国債が売り込まれ金利が急騰、10 年金利の変動幅を防衛するために大量の国債購入が必要になる展開は見えている。構造的に YCC は修正の事前予告ができない枠組みであり、植田総裁自身も、過去の日本経済新聞「経済教室」(2022 年 7 月)への寄稿において「長期金利コントロールは微調整に向かない仕組み」と述べていた経緯がある。昨日の会見で否定されたからと言って、YCC 修正の意思が無いと捉えるのはナイーブに過ぎるだろう。

しかし、バランスが意識されていた会見であったものの、4 月 27～28 日開催の初会合で YCC 修正を含む大きなアクションに踏み込む可能性はかなり低いという印象も受けた。YCC 修正の可能性について質された際、植田総裁は以下のように述べている：

- 経済、物価、金融がどうかで決めていく。そのもとでメリットと副作用を比較考慮して決める。海外金利が低下してイールドカーブの形状はスムーズになってきているが、今後も見極めていく。YCC は市場機能に配慮しつつ、経済にとって最も適切なイールドカーブの形成を実現するしくみ。現行の YCC を継続することが適当だ。

ヘッドラインとしては「現行の YCC を継続することが適当」が重要であり、これが記者会見以降のドル/円相場を押し上げている。この発言を額面通り受け止めれば、「海外金利が低下してイールド

カーブの形状はスムーズになってきているので、無理筋な国債購入などに象徴される副作用も抑えられており、YCC 修正を急ぐ状況にはない」ということになる。また、YCC に限らず、大規模緩和全体の継続可否について質問された際も、「現状では継続する」と断った上で副作用や検証といったフレーズを口にしてしている。総じて「直ちに修正することは無いが、直ちにでなければ修正はあり得る」という時間軸を分けた言いぶりに徹している。会合の 2 週間前となる現時点で「直ちに修正することは無い」と述べている以上、初会合で修正に踏み込む可能性は限りなく低くなったと考えるべきだろう。少なくない市場参加者が 4 月修正の可能性も排除していなかったため、会見後の円売りが盛り上がっているのが現状と見受けられる。

～共同声明の据え置き観測も円売りの追い風に～

円売りが加速した背景には総裁会見だけではなく、それ以前に政府・日銀の共同声明修正が首相会談を挟んで否定されたこともありそうである。会見直前、岸田首相との会談を終えた植田総裁は「政府と日本銀行の共同声明について、直ちに見直す必要はないとの認識で一致した」と記者団に語っている。昨年を振り返ると岸田首相やその周辺の談話として共同声明の修正を示唆するような報道があったものの、ここきてその動きはトーンダウンしている。その理由は定かではないが、①政府・与党内に残るリフレ派(≒保守派)へ配慮したいこと、②現行の共同声明を広義に解釈すれば変更は不要とも言えること、③国際金融不安が依然燦々しているのでタカ派的なアクションは控えたいこと、などが考えられる。

例えば②は十分あり得る話だ。現行の共同声明で「2%の物価目標をできるだけ早期に実現する」ことが明記されていることが無理筋な金融政策運営にお墨付きを与えてきてしまったという批判は根強い。しかし、「できるだけ早期に」の意味は、あらゆる副作用への批判を顧みずに走ってきた黒田体制と市場との対話を重視するであろう植田体制では必然的に異なっており、植田総裁も会見で「有限の時間内に達成するという見通しは申し上げられないが、できるだけ早く持続的、安定的な 2% 目標の達成を目指す」と述べ、「できるだけ早期に」のニュアンスは活かしている。植田総裁が適切と考える規律を守った上で「できるだけ早期に」物価目標達成を狙うのだとしたら、共同声明の修正は不要である。過去の本欄でも論じたが、そもそも総裁が変わるたびに共同声明を修正する構図は不健全であり、筆者は済し崩し的な広義解釈で共同声明を維持するのが賢明だと考える。

～「直ちに修正することは無い」の真意～

もちろん、「直ちに修正することは無い」の真意も考えておく必要はある。記者会見では緩和修正の可能性もしっかり示唆されてはいる。例えば以下の部分が注目された：

- 現在の金融緩和が非常に強力なのは間違いない。基調的なインフレ率が本当に安定的、持続的に 2%に達する情勢かどうかを見極めて、適切なタイミングで正常化にいかねばいけないし、それが難しければ副作用に配慮しつつ持続的な緩和の枠組みを探る。長い目で点検や検証があってもいいと思う。

副作用や点検・検証といった論点に関しては内田副総裁も「デメリットで市場機能が低下すること

があり、特に目立ったのが昨年後半からだ。副作用への対応を見極めていくフェーズにある」と前向きな姿勢を示している。また、上述したような「イールドカーブの形状がスムーズになっている」という発言も、額面通り受け止めれば YCC 修正の可能性を否定するものだが、邪推すれば、そのような状況だからこそ YCC の修正をしても（例えば変動幅を完全撤廃しても）長期金利が暴騰することが無い状況とも読める。植田体制が YCC 修正に踏み込む際、日銀は間違いなく「引き締めではなく緩和路線の継続」を強調するだろう。しかし、そうした主張は、昨年 12 月のように「修正→金利急騰」となってしまえば詭弁にしか映らない。海外の経済金融情勢が脆弱性を増し、金利が低下傾向にある時こそ、YCC 修正のハードルは下がっていると考えerはすである。

このように考え方も加味すると、「直ちに修正することは無いが、直ちにでなければ修正はあり得る」というのが真意だとした場合、「4 月会合はなくとも 6 月会合ないし 7 月会合での YCC 修正はあり得る」と構えておいた方が良いのだろう。筆者は FRB が利上げ停止を決める一方、ECB がまだ利上げを模索している可能性のある 6～7 月頃は YCC 修正の時期として適当ではないかと予想している。FRB、ECB が明確にハト派路線へ転じている状況で YCC 修正のようなタカ派寄りの決定はやりづらい面もあるだろう。かといって、FRB や ECB がインフレ高進に苦慮しながら利上げに邁進している時期では YCC 修正と共に円金利も暴騰の恐れがある。欧米中銀の政策運営が端境期を迎えるであろう夏場というのは YCC 修正の余波も抑えられ、決定がしやすい時期ではないか。

その上で正真正銘の引き締め措置であるマイナス金利解除はさらにその先の出来事になるはずであり、年央以降に欧米中銀の利上げ停止が確実視されるような状況を前提とすれば、年内着手は不可能に近いと考えたい。いったん欧米中銀で利上げ停止が決定されれば当面は据え置き（もしくは利下げ）が検討されるであろうことを思えば、少なくとも 2024 年上半期まではマイナス金利政策には触れない可能性がある。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(囁りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
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政策理事会レビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回報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～