

みずほマーケット・トピック(2023年4月25日)

日銀、初会合プレビュー～YCC 撤廃確率は 40%～

植田日銀の初会合は植田総裁の発言を踏まえる限り、現状維持の可能性が高い。しかし、国内外の現状と展望などを踏まえる限り、筆者は 40%程度、4 月会合での YCC 完全撤廃はあり得ると予想。例えば海外情勢のことだけを考えれば、当面の FRB について「利上げ停止の可否」が争点になっている 4 月は好条件にも映る。国内情勢も物価見通しの引き上げが期待されている。供給制約と資源高がピークアウトした今、国内の物価見通しが引き上げられるチャンスは稀有だろう。また、最初に苦労しておくことで当面の政策運営の透明度を確保できるというメリットは発足初年度の体制にとって捨てがたいように思える。マイナス金利解除までの距離を同時にアピールするならば、YCC 撤廃はテールリスクというほど低いものではない。もっとも、金融市場の大勢が現状維持で見込んでいる状況をわざわざ壊しに行く行為は初会合では確かにリスクではある。「論理的に考えるならば 4 月だが、政治的には 4 月は難しい」といった印象。

～YCC 完全撤廃の確率は 40%程度～

いよいよ植田日銀にとって初となる金融政策決定会合が 27～28 日に迫ってきた。その政策運営については発足後に論点整理を行っているが、直前ということで改めてプレビューをしたい。従前の植田総裁の発言を踏まえる限り、新体制は現行路線の継続が基本であり、初会合は現状維持の可能性が高い。しかし、繰り返し論じているように、新体制でファーストミッションとなるだろうイールドカーブコントロール(YCC)の修正は予告不能の決定であり、予断を許さない。「4 月に点検作業を通知し、6 月に決定」という構図を取ったとしても 6 月までの 2 か月間、日本国債は投機的な売り(金利上昇)に晒される。これを抑制するために無限国債買い入れが再び慢性化することになる。そもそも点検しても結論は「YCC は修正すべき」に決まっているのだから、この 2 か月は無駄だろう。

具体的に、YCC に関する修正は、変動幅拡大か完全撤廃となるが、可能性としては YCC にまつわるあらゆる思惑を断ち切る意味でも完全撤廃が妥当と考える。昨年 12 月に±50bp に拡大して次は±75bp もしくは±100bp とするような展開は無様である以前に、そもそも YCC 導入以前から 10 年国債利回りのボラティリティはその程度なのだから修正の本質的意味が無い。完全撤廃の末、「次の一手はマイナス金利解除」という姿勢に持ち込んでおきたいのが新体制の最初の希望だろう。後述するように、筆者は 40%程度、YCC の完全撤廃はあり得ると考えている。

～修正可能性は 40%はある～

問題はそれが 4 月というタイミングで行われるかどうかだ。慎重路線との下馬評がある植田体制が初会合から動くことは基本的に無い。この可能性が 60%である。しかし、筆者は 40%は修正に備えた方が良いと思っている。というのも、今後の事を考えるほど、「今しかない」という主張も十分考えられるためだ。植田体制が YCC 完全撤廃を行う際、その大義は「役割を終えて副作用が大きく

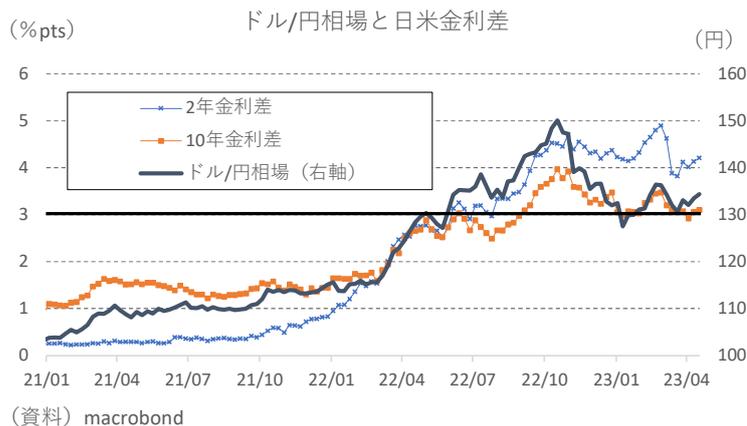
なったので撤廃する」というものであり、あくまで「利上げではない」が基本的主張になることが予想される。だとすると、昨年 12 月～今年 1 月のように海外金利上昇に乗せられて YCC の許容変動幅上限で張り付いている状態で YCC を撤廃し、円金利の急騰を招くことは避けたいだろう。FRB の利上げ終了が目前に迫っている今ならば円金利の動きを穏当に押さえたまま YCC 撤廃を完遂できる可能性がある。逆に、6 月以降まで決断を先送りした場合、FRB や ECB が景気後退を懸念しながら引き締め路線を本格的に撤回している可能性がある。「海外はハト派で日銀はタカ派」は相応に難しい決断になりかねない。海外情勢のことだけを考えれば、「利上げ停止の可否」が争点になっている 4 月は好条件にも映る。このあたりも当然、新体制で考慮されてくる要因だろう。

一方、国内情勢も YCC 完全撤廃に相応しい状況にある。というのも、既に報道されている通り、今回発表される「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、2023 年度の物価見通しが前回(1 月時点)より引き上げられる公算が大きい。供給制約と資源高がピークアウトした今、国内の物価見通しが引き上げられるチャンスはそれほど巡ってこないのではないか。 YCC 完全撤廃は極力、物価見通しの引き上げと同時にやりたいはずである。海外情勢を踏まえれば「利上げではない」と言い張ることができて、国内情勢を踏まえれば YCC の役割終了を謳っても不自然ではない。 そんな状況が 4 月にはあるように見受けられる。

もちろん、初回会合での引き締め方向の決定は今後 5 年間のイメージを規定する恐れもあり、避けたい部分もあろう。しかし、後述するように、4 月に YCC を廃棄しておけば、マイナス金利解除までは相当の距離が予想される。最初に苦勞することで、当面の政策運営の透明度を確保できるというメリットは発足初年度の体制にとって捨てがたいのではないか。総合的に考えると、YCC 撤廃はテールリスクというほど低いものではなく、40%程度は考えられるシナリオに思える。

～YCC 完全撤廃と共に起きること～

YCC 完全撤廃を受けて円金利の一時的な上昇とこれに連れた円高は起きるだろう。しかし、かねて本欄で論じているように、ドル/円相場の 130 円割れ定着には需給環境の際立った改善や米金利の顕著な低下(端的には利下げ路線の完全な織り込み)が必要である。後者について言えば、米 10 年金利が顕著に 3% を割り込むような状況が必要だと思っている(図)。いずれにせよ



YCC 撤廃だけで円高相場は始まらないというのが筆者の基本認識であり、YCC 完全撤廃はドル/円相場の押し目を提供してくれる好機だと構えておきたい。また、YCC 完全撤廃時には「マイナス金利解除はまだほど遠い」という点も強調されるはずだ。 正真正銘の利上げであるマイナス金利解除の可能性を排除しておけば市場へのショックも限定されると予想する。さらに不安を和らげるための保険があるとすれば、年間の国債購入額を増やす意思なども見せておけば YCC 廃止で円金利

が不必要に上昇する可能性の芽を摘むことができる。

このように 4 月会合で YCC を完全撤廃できる可能性は相応に高く、少なく見積もっても筆者は 40%程度という感触を持っている。もっとも、金融市場の大勢が現状維持で見込んでいる状況をわざわざ壊しに行くことで「黒田体制と一緒か」という浅薄な批判も呼び起こしかねない。初会合だからこそ、わざわざそのようなリスクを取る必要はないという思惑も理解できる。だからこそ 60%程度は現状維持とし、これをメインシナリオに据えておくのが無難と思うものの、考えるほど YCC を廃棄するならば 4 月が好機に思えてならない。「論理的に考えるならば 4 月だが、政治的には 4 月は難しい」といったところだろうか。いずれにせよ、植田総裁の過去の言動を踏まえる限り、現状維持でも YCC 完全撤廃でもその決定に伴う市場の混乱はごく短期なもので収束し、『中期為替相場見通し』の修正などには至らないというのが筆者の基本認識である。

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4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見直しへの影響はあるか?～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバリエーション(slowbalization)
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
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プレビュー～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(鳴りを潜める「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/円相場見直しへの影響
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見直し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/円見直しに影響なし～
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GPI
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～