

みずほマーケット・トピック(2023年5月1日)

植田体制初会合のレビューと円相場への影響

植田日銀総裁にとって初回となる金融政策決定会合は現状維持を決定。展望レポートにおける物価見通しの上方修正や今後想定される海外情勢の変化などを踏まえれば、YCC 撤廃が決断されても不思議ではなかったが、初っ端から派手な政策修正を行うことは後々のコミュニケーションに支障をきたすと判断したのだろうか。今回の注目点は2点。1つは過去25年にわたる金融緩和について長期レビューが宣言されたこと、もう1つが政策金利に関するフォワード・ガイダンスの記述が撤廃されたこと、である。後者をタカ派的と解釈する向きもありそうだが、「躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」との文言は残されており利下げバイアスのカットをタカ派的だと騒ぐこと自体は正しくない。植田総裁はレビューの最中でも政策運営が必要に応じて修正される可能性を明言しており、長期レビューの存在を殊更に円売り材料と解釈する雰囲気は危うい。引き続き YCC が「ある日突然に無くなる」というリスクは年内残ったままだろう。いずれにせよ昨年来、一貫して円安シナリオを強調してきた本欄のメインシナリオには殆ど影響はなし。

～やや理解の難しい声明文の方向性～

先週4月27～28日に開かれた植田日銀総裁にとって初回となる金融政策決定会合は現状維持を決定した。先週の本欄プレビューで議論した通り、今回の展望レポートにおける物価見通しの上方修正や今後想定される海外情勢の変化などを踏まえれば、初会合とはいえールドカーブコントロール(YCC)撤廃が電撃的に決定されても不思議ではないと筆者は考えていた。そのような思惑を抱く向きは多数派ではなかったものの、市場の一部にはあったはずである。声明文や総裁会見を通じて行われた情報発信は総じてハト派色の強いものだった。やはり初っ端から派手な政策修正を行うことは後々のコミュニケーションに支障をきたすと判断したのだろうか。

今回の注目点は2点あった。1つは過去25年にわたる金融緩和(非伝統的金融緩和)について「1年から1年半程度の時間をかけて、多角的にレビューを行うこととした」とのアナウンスがあったこと、もう1つが政策金利に関するフォワード・ガイダンスの記述が撤廃されたことである。後者は、新型コロナウイルス感染症に絡めて「躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」と約束していたパラグラフならびに「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」と利下げバイアスを示唆していたパラグラフがともにカットされている。5月8日をもって新型コロナウイルス感染症が季節性インフルエンザと同等の5類に引き下げられる以上、該当する部分が不要になったのは合理的な話である。

しかし、利下げバイアスを示唆する文言がカットされたことに関しては全体的にハト派色の強かった会合のトーンとやや齟齬があり、分かりにくさがあるように思えた。実際のところ、声明文には「引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」との文言が残されており、「コロナ関連に限定せずとも緩和姿勢は不変」

と読むのが正しく、利下げバイアスのカットをタカ派的だと騒ぐこと自体は恐らく正しくない。会合を通じ円売り優勢だったことからそのような読み筋は大勢とは言えない。しかし、植田新体制の目指す方向性について、やや理解に難渋した市場参加者も多かったのではないかと推察する。

～「長期的なレビュー」と「短期的な政策運営」の関係性～

今回の会合を受け、殆どの市場参加者が感じたことはこれから最大 1 年半にわたって実施される「長期的なレビュー」と、目先の「短期的な政策運営」の関係性であろう。端的に言えば、「レビューの最中は政策運営は大きく変わらないのか」という疑問だ。この点、植田総裁は会見においてレビュー中であっても「その時々に必要な政策変更は(中略)必要があれば実行していく」と述べており、最大 1 年半にわたって正常化が封印されたわけではないことを強調している。黒田体制以降、日銀は 2016 年に総括的検証を経て YCC を導入、2021 年にも点検という格好で自身を振り返っている。しかし、それらは全て当時の体制が行っていた政策を対象とする短・中期的なレビューであって、「過去 25 年を振り返る」という壮大な話ではなかった。今回、植田体制が着手するのは「次の一手」に影響を与えるようなレビューではなく、FRB や ECB がまさに 1～1.5 年をかけて行った金融政策運営の土台となる考え方の戦略の見直し(strategy review と訳されることが多い)に近そうである。

FRB を例に取れば、1 年程度の戦略見直しの結果として平均インフレ目標 (FAIT) が 2020 年 8 月から導入されるに至った。それが今回の利上げ遅延に結び付いたという批判はあるものの、そうした見方が市場の大勢になっているわけではない。「戦略見直し→現在の政策運営」とストレートに連想する向きは多くなかった。ECB も 1 年半をかけた戦略見直しが 2021 年 7 月に完了し、2%以上のインフレを容認するようになったという意味で「ハト派に傾斜した」という評価が目立ったが、そもそもパンデミックの最中であって、その影響がどこまであったのかは読みづらいものだった。

少なくとも 1～1.5 年をかけて行う作業が手前の経済・物価情勢を制御すべき金融政策の運営を縛るということなど元々考えられない。「次の一手」に対する観測は別途進めるべきである。

～年内 YCC 撤廃の可能性は依然残る～

引き続き YCC が「ある日突然に無くなる」というリスクを抱えたままであることは変わらない。それが年内である可能性も十分ある。本来、展望レポートの物価見通しが引き上げられ、欧米中銀のタカ派色も残されている今回は好機だったようには思えた。しかし、展望レポートとは無関係に YCC の副作用が大きいと判断すれば撤廃も辞さないというのが植田総裁の基本姿勢と考えられる。望むらくは、その時には欧米金利に連れて円金利が低下し、「YCC 撤廃→円金利上昇」とならないようなタイミングが好ましいだろう。展望レポートの上方修正が無い時こそ、「これは利上げではない」と言い訳する必要があるため、「YCC 撤廃→円金利横ばい or 低下」となる状況を選ぶ必要がある。その意味では欧米がハト派色を強めそうな年後半、まだ YCC 撤廃の目はあると筆者は考える。

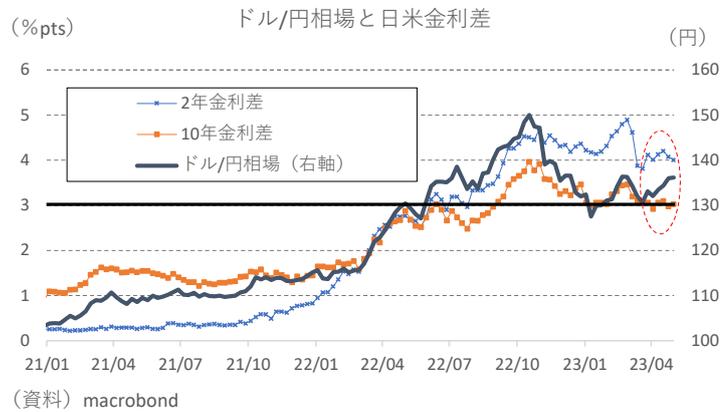
ちなみに今回は『賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していく』と賃金上昇の必要性を明記している。そのため春闘を含めた仕上がりを大方確認できる 7 月を待ってという読み筋もあるだろう。声明文の表記が賃金上昇を条件付けしているようにも見えるため、「賃金ターゲット導入か」という声もあるが、雇用・賃金情勢を絡めた好循環は前体制から緩和解除の必要条件として言及されており、新味のある話ではないだろう。金融政策だ

けで名目賃金上がるという安直な発想を植田総裁が支持するはずもなく、単に「コストプッシュ型」の物価上昇では緩和を止める理由にはならない」ということを強調したに過ぎないだろう。

～ドル/円相場への影響～

ドル/円相場は植田体制への過剰な正常化期待が剥落したことで 136 円台まで急騰している。本欄における円安見通しはあくまで需給環境が構造的な円売り超過に傾斜している事実に依拠しており、こうした思惑主導での円安地合いは反転する可能性が高いと考える。しかし、金融市場は思ったよりも長期レビューをハト派的に解釈しており、その円売り効果が持続しそうな雰囲気

もある。植田総裁は真正面から長期レビュー中でも緩和修正はあり得ると言っている以上、長期レビューの存在を理由とした円売りは危ういと筆者は考えるが、少なくとも次回会合のある 6 月まで釈明の機会はなく、円の軟調は続くと考えた方が良さそうではある。そもそも、金利情勢とは無関係にドル/円相場の水準が切り上がっているというのは 4 月以降、起きている現実である(図)。いずれにせよ昨年来、一貫して円安シナリオを強調してきた本欄のメインシナリオには殆ど影響はない。年内 140 円台復帰は否定できない展開と考える。



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28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
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ライゼーション(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見直し上昇修正と為替見直しの関係について
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～聞き始めた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～