みずほマーケット・トピック（2023 年 6 月 14 日）

日銀はいつ動くのか～円安抑止策としての YCC 修正可否～

6 月 15 日から 16 日にかけて開催される日銀金融政策決定会合は現状維持の予想が大勢だが、7 月以降の政策変更の可能性について照会は多い。「次の一手」として有力視されるイールドカーブコントロール（YCC）の修正に関し、撤廃なのか許容変動幅拡大なのかという議論はあるが、当面は円安抑止策として枠組みが温存される可能性は高いのではないか。FRB や ECB の利上げ停止が確実なものとなり、利下げ可能性の議論が浮上してくるであろう 10～12 月期後半もしくは年明け 1～3 月期まで YCC は温存されると予想。もっとも、7～9 月期に YCC 修正が決定される可能性も残る。というのも、現実問題として日本の物価は上がっている。植田総裁が連呼する基調的なインフレ率も着実に上がっており、欧米並みのインフレ率が現時点では実現している以上、フォワードルッキングに日銀が動く理由はある。いずれにせよ、このままいけば日銀は「展望レポート」の上方修正を強いられる。例えば 10 月の「展望レポート」で 23 年度のコア CPI が+2%台後半へ引き上げられるタイミングなどが重要になるというのがメインシナリオ。

～円安抑止策としての YCC 温存～

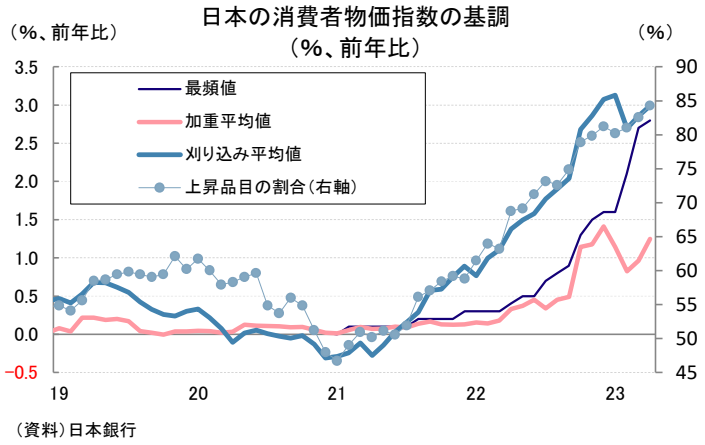
6 月 15 日から 16 日にかけて開催される日銀金融政策決定会合は現状維持の予想が大勢だが、同時に 7 月以降の政策変更の可能性について照会は多い。「次の一手」として有力視されるイールドカーブコントロール（YCC）の修正に関し、撤廃なのか許容変動幅拡大なのかという議論はあるが、当面は円安抑止策として枠組みが温存される可能性は高いと筆者は考えている。裏を返せば、円安相場が収束したという判断があれば、7 月にでも YCC 修正は可能という見方もあるが、FRB や ECB の利上げ停止が読み切れない中、円安相場の収束を判断するのは容易ではない。筆者は FRB や ECB の利上げ停止が確実なものとなり、利下げ可能性の議論が浮上してくるであろう 10～12 月期後半もしくは年明け 1～3 月期まで YCC は温存されると考えている。ラフなイメージとして今年の冬までは YCC が温存されるという見立てである。

現状、政府・日銀に残された円安抑止策は金融政策では①YCC 修正と②マイナス金利解除、通貨政策では③為替介入である。筋論から言えば金融政策で最善を尽くしてから通貨政策が動くことが期待されるものの、既に昨年、金融緩和を温存したまま円売り為替介入を行っているため、いきなり③という動きもタブーとは言えない。しかし、消費者物価指数（CPI）が生鮮食品及びエネルギーを除く総合ベース（以下新型コアベース）でも+4%を超える中、さすがに形骸化した①を温存したまま③に踏み切るのは難しいように思える。また、戦術論としても弾薬が有限である③は文字通り「最後の切り札」として控えるべきである。昨年 10 月下旬、152 円付近まで急騰したドル/円相場は円売り為替介入を契機として収束したという評価も目立つが、それは結果論だろう。翌 11 月中旬に公表された米 10 月 CPI が思いのほか鈍化したことで金融市場が FRB のハト派旋回を予想し始め、ドル売りが加速したという事実がやはり大きかった。後に CPI ショックと呼ばれるその出来事があっ

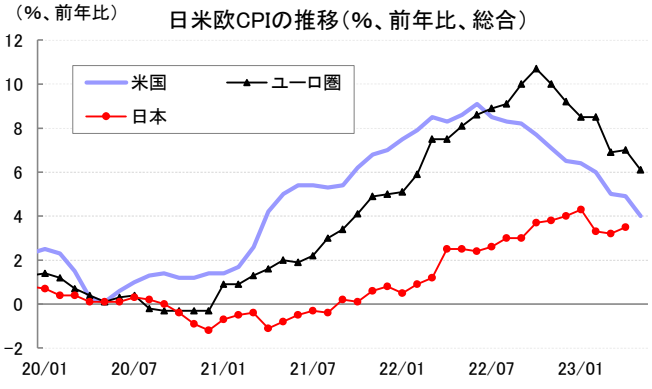
たからこそ、FRB の利上げ幅縮小が織り込まれ、円安・ドル高も止まったのである。もちろん、為替介入の存在があったからこそ投機的な円売りで攻めづらくなったという解釈もあるが、仮に米 10 月 CPI が加速していたらどうなっていただろうか。1 日 5 兆円以上の円買い介入を続ければ 1 か月も経たずして外貨準備(弾薬)は尽きる。弾切れが懸念される前に米インフレがピークアウトしてくれたから助かったという幸運は否めない。最も恐ろしいのは弾切れがテーマ視される展開であり、そうなれば自己実現的に円安は加速してしまう。自国通貨買い(外貨売り)為替介入はやらずに済むのであればそれに越したことは無い。この点、①YCC 修正がどれほどの抑止力になるかは議論があるにしても、「無いよりはましな盾」として温存する意味はある。

～それでも YCC 修正に至る可能性～

もっとも、上記のような想定に反し、7～9 月期に YCC 修正が決定される可能性も残る。というのも、現実問題として日本の物価は上がっているからだ。今春以降、人件費上昇がサービス物価を主体として一般物価全体を押し上げ始めているのは事実である。4 月の「展望レポート」では 2023 年度の CPI に関し、生鮮食品を除く総合(コア)ベースで+1.8%と+2%を割り込む見通しが示されているが、市場では 2024 年度にならなければコア CPI の+2%割れは難しいという声が多い。また、日銀が公表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」を見ても、上昇・下落品目比率、刈込平均値、最頻値、加重中央値のいずれも上向きが認められる(右図・上)。5 月 19 日、植田・日銀総裁が内外情勢調査会・全国懇談会で行った講演において「+2%の定着を十分に見極めるまで基調的なインフレ率の上昇を待つことに伴うコストは、物価目標達成の芽を摘んでしまうリスクに比べて大きくない」と述べたことが「日銀は当面動かず」という市場予想をさらに確固たるものにしていそうだが、そもそも「基調的なインフレ率」も上がっているという見方はあり得る。マイナス金利解除という明確な引き締めには至らずとも形骸化している YCC を撤廃すること自体、大きな問題にはならない可能性もある。なお、総合ベースで見れば日本の CPI は欧米のそれとほぼ遜色なく(右図・下)、この状況で緩和姿勢が維持される方が問題だという意見にも相応の理がある。



(資料)日本銀行



(資料)Bloomberg

いずれにせよ、日銀はこのままいけば 7 月や 10 月の「展望レポート」で順次、コア CPI の見通しを上方修正せざるを得ないだろう。特に 10 月の「展望レポート」では現実を踏まえ 2023 年度のコア CPI も 2%台後半へ上方修正が強いられる可能性があるため、その頃には対外的な説明も容易に

なっているのではないか。またその頃には FRB や ECB の利上げも停止している可能性が高いため、10～12 月期以降の YCC 修正は円安抑止の観点からも合理的ではないかと予想する。しかし、フォワードルッキングにインフレ抑止すべきという中銀の本来的なミッションに照らせば、日銀が 7 月や 9 月に動く方がロジカルではある。リスクシナリオとして排除できない展開だろう。その際、ドル/円相場には強い下押し圧力がかかると思われるが、FRB や ECB の利上げ停止が払拭されない夏前後でそのカードを切っても、持続的な円高圧力には繋がりにく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6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版（コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～）
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版（32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～）
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ペントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年4月分）
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版（米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～）
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
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
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～円安見通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～）