

みずほマーケット・トピック(2023 年 6 月 29 日)

金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か

シントラで行われた ECB 年次総会に出席した植田日銀総裁は円安相場への所感を尋ねられ、あくまで「財務省の管轄」であることを強調。こうした回答から想起されるように、ドル/円相場が節目と見られていた 145 円台に肉薄する中、「政府・日銀による円買い為替介入を警戒すべきか」という照会是非常に多い。昨年介入が実施されたのが 145 円台だったため、関心が高まることは理解できる。通貨政策はあくまで政治の管轄であり、介入の是非や可能性、時期、水準などについて筆者は知る由もない。ただ、あくまで一般論に照らした場合、「金融政策が緩和状態を保ったまま、通貨政策が自国通貨を買い支える」という構図は理論的な矛盾を孕む政策運営ではある。昨年、そのようなポリシーミックスが奏功したのは 11 月の米 CPI ショックに助けられたという事実もあった。有名無実化している YCC の撤廃はほぼノーコストながら、長らく注目されてきた分、為替市場は相応に強い反応(円高)を示すことが期待できるため初手として有用。

～シントラで強調される内外金利格差～

昨日、ポルトガルのシントラで行われた ECB 年次総会は主要中銀総裁の発言がそれぞれ注目を集めた。ECB 版ジャクソンホール経済シンポジウムとして注目される同イベントでは今年、パウエル FRB 議長、ラガルド ECB 総裁、ベイリー BOE 総裁そして植田日銀総裁という錚々たる面子でパネルディスカッションが用意された。パウエル議長、ラガルド総裁、ベイリー総裁の 3 名が 7 月以降の利上げに含みを残す一方で、植田総裁だけが「既に物価目標を大きく上回っているが、基調的なインフレ率は+2%より少し低い」、「このことが現在、政策を据え置いている理由」と述べ、欧米との対照性が強調された。セッションの中で植田総裁は 3 中銀(FRB、ECB、BOE)のおかげで円安になっていること、日銀は 25 年緩和してもインフレになっていないことなどについてユーモアを交えながら話しており、総裁会見とはやや違う一面も見られた。金融市場で政策修正のトリガーとして見られ始めている円安相場への所感を尋ねられる場面もあったが、「状況を注意深く見守っている」、「財務省の管轄」と返しており、あくまで静観の構えが強調された。改めて内外金利差の拡大と据え置きが確認されたことでドル/円相場は 144 円半ばと年初来高値圏で推移している。

～ポリシーミックスおさらい～

植田総裁の「財務省の管轄」という回答から想起されるように、ドル/円相場が節目と見られていた 145 円台に肉薄する中、「政府・日銀による円買い為替介入を警戒すべきか」という照会是非常に増えている。1998 年 6 月以来、24 年 3 か月ぶりの円買い為替介入が行われたのが昨年 9 月 22 日の東京時間夕方、145 円台まで円安・ドル高が進んだタイミングであった。ドル/円相場の現水準を踏まえて関心が高まることは理解できる。もっとも、通貨政策はあくまで政治の管轄であり、介入の是非や可能性、時期、水準などについて筆者は知る由もない。「145 円台になったら円買い介入

があると思うか」という照会についても残念ながら意味のあるコメントはできない。しかし、あくまで一般論に照らした場合、「金融政策が緩和状態を保ったまま、通貨政策が自国通貨を買い支える」という構図は理論的な矛盾を孕む政策運営であるのは確かである。昨年も確認

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	例
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	
②	緩和	緩和	通貨高	持続不可能	日本？
③	緩和	引き締め	通貨安	景気下支え	日本
④	緩和	引き締め	通貨高	持続不可能	
⑤	引き締め	緩和	通貨安	持続不可能	
⑥	引き締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止（しかし、⑧より弱め）	英国、ユーロ圏、米国
⑦	引き締め	引き締め	通貨安	持続不可能	
⑧	引き締め	引き締め	通貨高	景気過熱防止	

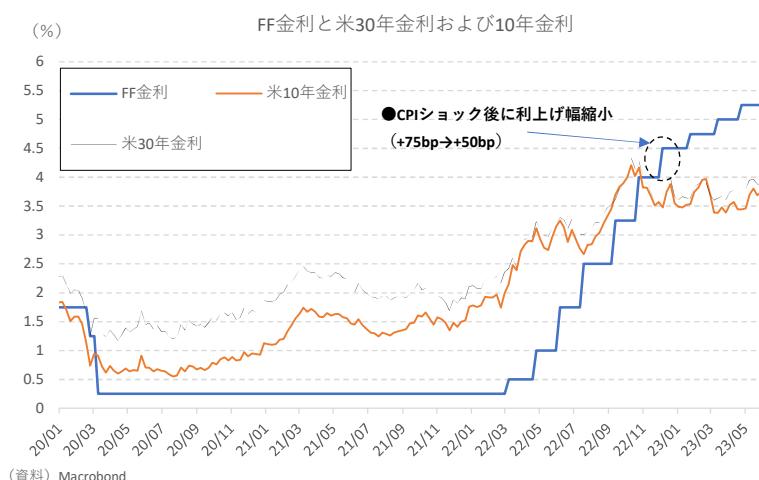
（資料）筆者作成

このシフトは難しい

した論点だが、ここで改めて整理しておきたい。一国の経済政策は金融政策・財政政策・通貨政策の3つであり、その組み合わせは8通りしかない。しかし、ここで金融政策と通貨政策の方向は一致している必要がある。金融政策を引き締めながら通貨安を志向したり、金融政策を緩和しながら通貨高を志向したりする組み合わせは持続不可能である。よって上表で言えば①、③、⑥、⑧の4通りしか現実的な組み合わせは存在しない。日本に話を戻せば、日銀がイールドカーブコントロール(YCC)に象徴される緩和枠組みを温存しつつ、円買い為替介入を実施するとすれば、それは④の組み合わせであり、理論的には持続不可能という話になる。

～金融政策、通貨政策、どちらが先に動くか～

この点、「2022年9～10月はそうした組み合わせの下、円安は収束したのではないか」という反論はあるかもしれない。それは事実だが、円安ピークアウトの決定打になったのは昨年11月10日(日本時間)に公表された米10月消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回ったこと(通称CPIショック)だったことも否めないだろう。CPIショックを契機に「遂にFRBの利上げも



終点が近い」という思惑が高まり、米金利低下と共に為替市場の流れが変わった経緯がある。現に、CPIショック直後の会合である12月FOMCでは利上げ幅が+75bpから+50bpへ縮小されており、米国債利回りもはっきりピークアウトしている(図)。この流れが年明け1月の127円台までの円高・ドル安相場に繋がっていった。仮に、10月CPIがポジティブサプライズに終わっていたら、その後も円買い介入を強いられ、外貨準備枯渇が争点化する中、日銀が後手に回る格好で政策修正を強いられていた可能性も無かったとは言えない。なお、米国債利回りがピークアウトしたにもかかわらず円安・ドル高は当時のピーク水準にじりじりと向かっているのはやはり本邦需給環境が大きく円売

りに傾斜しているからではないかというのが従前からの筆者の問題意識である。

もちろん、CPI ショックやこれに絡んだ円安の顛末は全て結果論であり、現時点で論じることには大きな意味はない。だが、本当に通貨防衛をしなくてはならない段階に至った場合、金融緩和を維持する余裕がないのは確かだ。一般論で言えば、外貨準備の水準が市場で争点化すると投機筋がその枯渇を目指して勢いづきやすく、極めて厄介な事態が想定される。よって通貨政策よりも金融政策で(もしくはその両方で)、通貨売り押し返そうとするのが常套手段かと思われる。自国通貨買い介入の弾薬が有限である以上、計画的かつ効率的にその着手は検討される必要がある。

こうした一般論を日本のケースに置き換えた場合、もはや有名無実化している YCC の撤廃はほぼノーコストであるにもかかわらず、長らく注目されてきた分、為替市場は相応に強い反応(円高)を示すことが期待できる。理論的にも支持される展開として「金融政策→通貨政策」の順序で円安対応が検討されることを想定しておくのが無難かもしれない。植田総裁は現時点で円安に対して静観の構えを崩していないが、YCC が事前予告型の修正に向かない枠組みであることは周知の通りであり、ある時、突然にその決断が下されるはずである。本欄のメインシナリオではないが、7 月に日銀が動く可能性もリスクとしては排除できないほど、想定外の円安が進み始めている。

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/escon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/escon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005－07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
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～
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～遅か遅の年内利下げ～
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	「世界中が欲しがれる財・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～ベ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～ 日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月13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～「強い風」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？