

みずほマーケット・トピック(2023年7月25日)

日銀金融政策決定会合(7月27~28日)プレビュー

日銀金融政策決定会合について改めて論点を整理しておきたい。筆者は現状維持を予想。YCCは修正時の円安抑止効果まで考慮すれば形骸化しているとは言えない。よって円安地合いで修正されることを想定するが、現状は残り少ないカードを使うほどの窮地とは言えず。もっとも、円安抑止以外の大義で修正に踏み切る可能性も。例えば、先日の内田日銀副総裁の発言を踏まえれば、「低金利を長期化することがそうした(金融仲介機能への)リスクを高める」というロジックはあり得る。YCCが形骸化しており、撤廃しても大勢に影響が無いからこそ、それに踏み込む可能性や理屈はいくらでも考えられる。しかし、YCC修正に踏み切ったとして円高基調になるのか。筆者はそうは思わない。恐らくその場合は「マイナス金利解除は利上げだが、YCC撤廃は断じてそうではない」という言い回しになる。こうした「YCC撤廃+マイナス金利解除の全否定」という情報発信は「もう日銀発の円高材料はない」と宣言しているのと同義。そのような情報発信を受けた円相場は一時的に上昇しても、直ぐに下落に転じる公算が大きいように思える。

～円安抑止という観点からは現状維持を予想～

市場の注目する日銀金融政策決定会合が迫っているので、改めて論点を整理しておきたい。過去に論じている通り、筆者は現状維持を予想する。イールドカーブ・コントロール(YCC)はもはや形骸化した枠組みであり、その存在があろうとなかろうと日本の経済・金融情勢が直ちに大きな影響を受けることは考えづらい。現状、10年物日本国債の利回りの許容変動幅は±50bpだが、そもそも日本国債の変動はその程度のものであろう。YCCが無くなったからと言って円金利の情勢に著しい変化が出るとは思えない。しかし、直情的な為替市場はしっかり円高で反応するはずだ(持続性はともかく)。この点、YCCは修正時(本欄ではあるとすれば撤廃を想定、以下同)の円安抑止効果まで考慮すれば形骸化しているとは言えない。その円相場は7月半ばに対ドルで137円まで急騰したものの、本稿執筆時点では141円まで戻っているが、年初来安値である145円対比では円高だ。この状態を「憂うべき円安」と評価するかどうかは微妙だが、「円安で追い込まれている」とは言えない。資本規制を論外とすれば、円安を止めたいならば金融政策における引き締め、通貨政策における円買い介入の2経路しかない。後者を最後まで温存したければ、前者のカードも無暗に使うわけにはいかない。141円前後は残り少ないカードを使うほどの窮地とは言えないように筆者は思う。

7月7日に日経新聞が報じて注目された内田日銀副総裁のインタビューでは円安に関して「急速かつ一方的な円安は先行きの不確実性を高め望ましくない」と述べられている。7月に入ってから「145円→137円→141円」と行き来しているドル/円相場は乱高下ではあるものの「急速かつ一方的な円安」ではない。少なくとも円安抑止という視点からYCC修正が検討されるような状況と考えるべきではない。「YCC修正は円安抑止に使いたい」という前提に立つならば、現状維持予想が合理的に思える。これが筆者の基本認識である。なお、政治的にも各種世論調査で岸田政権の支持率

が幅をもって低下する中、日銀が引き締めのアクションを取れるのかという点も勘案したい。

～修正する場合は金融仲介機能へのリスクが理由～

しかし、YCC 修正の理由が円安抑止だけとは限らない。昨年 12 月は「イールドカーブの歪みを是正するため」が大義として用いられていた。既にそれは解消されているので理由としては使えない。そこで懸案となるのが内田副総裁による「金融仲介機能や市場機能に配慮しバランスをとって判断したい」という趣旨の発言だが、国内銀行部門において貸出を筆頭とする金融仲介機能が脆弱性を露呈しているという証拠は今のところはない。しかし、現在問題になっていない論点をわざわざ持ち出した以上、「低金利を長期化することがそうした(金融仲介機能への)リスクを高める」というロジックを通じて YCC 修正に踏み切る可能性も無いとは言えない。もちろん、低金利の長期化とこれに伴うシステミックリスクの蓄積は今に始まったことではなく、このタイミング(7月会合)に持ち出すことに違和感はあるが、仮に YCC 修正に至るとすればそのようなロジックが持ち出される可能性はある。筆者はこれをメインシナリオとしないものの、絶対に無いとは言えない展開である。

また、日銀は海外勢に煽られて(具体的には円売りによって)緩和修正に至ることを嫌う。この点、現在はそうした状況にはなく、むしろ今年 1 月や 4 月の会合と比較すれば海外勢の関心は低い。だからこそ修正の好機と考える余地もある。このように考えるとキリがないが、YCC が形骸化しており、撤廃しても大勢に影響が無いからこそ、それに踏み込む可能性や理屈はいくらでも考えられる。

～本当に円高になるのか？～

しかし、万が一、上述のようなロジックを用いて YCC 修正に踏み切ったとして、本当に円高基調になるのか。筆者は実のところそう思っていない。まず、YCC 修正を決定する際には「これは引き締めではない」という趣旨を強調するだろう。恐らく「マイナス金利解除は利上げだが、YCC 撤廃は断じてそうではない」という言い回しが用いられるはずである。上記の日経インタビューでも、内田副総裁はマイナス金利解除は「0.1%の利上げ」だと明言した上で「もし解除するなら実体経済面の需要抑制で物価上昇を防ぐのが適切と判断したということ。今の経済物価の情勢からみると、その判断には大きな距離がある」とまで述べている。もはや「見通せる将来にわたってマイナス金利解除はない」という意思表示にも見える。客観的に評価すれば、こうした「YCC 撤廃+マイナス金利解除の全否定」という情報発信は「もう日銀発の円高材料はない」と宣言しているのと同義である。そのような情報発信を受けた円相場は一時的に上昇しても、直ぐに下落に転じる公算が大きい。特に、日銀金融政策決定会合直前の FOMC で+25bp の利上げが行われているだろうことを踏まえれば、結局、日米金利差拡大からの円売りといういつもの流れが待っている可能性すらある。筆者は今回の日銀会合を経て、ドル/円相場の流れが根本的に変わってくるような展開は全く想定していない。

金融市場部
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/egson.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egson_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
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
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年の円安パブル」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とつもりか
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～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～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～)