

みずほマーケット・トピック(2023 年 7 月 31 日)

日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～

注目された日銀金融政策決定会合はイールドカーブ・コントロール(YCC)に関し、現状維持の体裁を残しながら「限りなく撤廃に近い変動幅の拡大」を決定。植田日銀総裁は引き締め的な意図を否定するが、会合後、円金利市場で起きていることは「YCC 撤廃による長期金利上昇」である。総じて、「引き締めたい」という本心と「引き締めではない」という建前が混在した結果、相当に玉虫色の決着となっている印象。会合後のドル/円相場の反応はほぼ先週の本欄プレビューで想定した通りの展開。YCC 修正は日銀が現実的に差し出すことができる唯一の引き締めカードであり、これを出してしまったことで当分、日銀発の円高材料は無くなり、逆に円売りの安心感を誘発するというのが筆者の見立てであった。実際そうになっている。今後、日銀は円相場の挙動に大きな不安を抱えることになるだろう。例えば 145 円を突破し、150 円に肉薄するような局面が到来した場合、日銀は再び決断を迫られるはずだ。もう残されたカードはマイナス金利解除しかない。長い目で見れば、YCC 撤廃というカードを捨て去ったことで、日銀が「円売りによる挑発」に苦しみやすい環境が仕上がったように思える。

～事実上の撤廃だが、非常に玉虫色の決定～

注目された日銀金融政策決定会合(7 月 27～28 日)はイールドカーブ・コントロール(YCC)の柔軟化を決定した。もっとも、その内実は現状維持の体裁を残しながら「限りなく撤廃に近い変動幅の拡大」といった修正であり、非常に分かりにくい。10 年物国債利回り(以下長期金利)については目途である「ゼロ%程度」、許容変動幅である「±50bp 程度」は従前通り据え置きつつ、無限連続指値オペの実施水準は 0.50%から 1.00%へ引き上げられる。実質的に長期金利は「0.50%～1.00%」のコリドーで推移することが容認される。本来、もっと分かりやすくするならば目途である「ゼロ%程度」は「0.50%程度」に引き上げ、変動幅は「±50bp 程度」で据え置く方が同じ政策効果が得られて分かりやすいはずではある。しかし、日銀は「それ(＝目途の引き上げ)は利上げ」と日銀は公言してきた経緯があるため、それができない事情がある。また、無限連続指値オペの存在自体が廃止されていれば、明示的に YCC「撤廃」と言えたが、この点も一応の防衛ラインが残されたことでそうとも言いづらい建付けが維持されている。実際、植田日銀総裁も会見で「政策全体がこれまでよりやや引き締めないし正常化方向にバイアスをかけているか」というと、そうではない」と述べ、今回の決定に引き締め的な意図が無いことを強調している。大義はあくまで「債券市場の機能やその他の金融市場におけるボラティリティに影響が生じる恐れ」を和らげる技術的な措置との位置づけである。

しかし、現実問題として長期金利が約 9 年ぶりの水準(0.575%付近)まで上昇している以上、「これは引き締めではない」はかなり苦しい。無限連続指値オペについても「1%まで上昇することは想定していないが、念のための上限として 1%とした」と述べており、現実的ではない水準を上限としていることを暗に認めている。ということは、事実上、YCC の制約はなくなっている(撤廃されている)

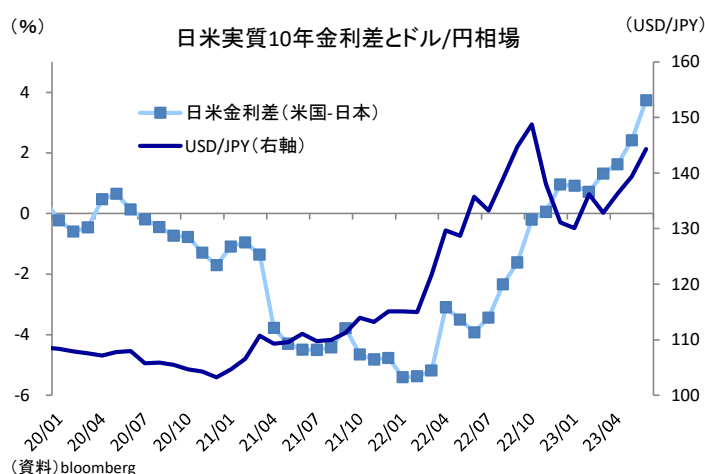
とも言えるだろう。会合後、円金利市場で起きていることを総括すると「YCC 撤廃による長期金利上昇」以外の何物でもない。総じて、「引き締めたい」という本心と「引き締めではない」という建前が混在した結果、相当に玉虫色の決着となっていると言わざるを得ない。

～もはや引き締めの措置は出尽くし～

このタイミングで決断した理由に関し、植田総裁は展望レポートの物価見通し引き上げを理由に持ち出している。これは従前より想定されていた動機づけである。本欄では今年 10 月の展望レポートでそのような動きがあると睨んでいたが、思ったよりも早く現実を認めた印象である。コア CPI 見通しに関し、2023 年度が+1.8%から+2.5%へ大幅修正されており、この「裏」として 2024 年度を+2.0%から+1.9%へ引き下げている。「願望」レポートとも揶揄されてきたコア CPI 見通しの甘さは遅かれ早かれ実態に即した修正が不可避であったが、今回思い切って現実に合わせてきた格好である。このタイミングで政策修正を図るのは当然だろう。同時に、ここまで引き上げたことで見通せる将来において経済・物価情勢を理由とする引き締め措置は難しくなった感はある。会見でもどうすれば今後の緩和修正が可能かという質問に対し「(物価見通しが) 上方修正されるか、あるいは大きな姿に変化がなくても我々の自信、確度が上がった場合」と回答している。恐らく、今後そのような展開があるとすれば円安を契機として輸入物価経由の一般物価上昇が顕著になった時ではないか。

～今後は円相場による挑発を警戒～

とすると、やはり気になるのは円相場への影響である。今回の会合後、ドル/円相場の反応はほぼ先週の本欄プレビューで想定した通りの展開になった。YCC 修正は日銀が現実的に差し出すことができる唯一の引き締めカードであり、これを出してしまっただけで当分は日銀発の円高材料が無くなり、逆に円売りの安心感を誘発するというのが筆者の見立てであった。会合後のドル/円相場は乱高下を経ながらも結局、140 円台で安定している。会見では実質金利が意図せぬ低下を強いられる事態へ警戒感が示されていたが、実際のところ、為替への影響が考慮された可能性は否めない。実質ベースで見ても日米金利差の拡大は顕著であり、これに付随して円が対ドルで減価する構図は定着している(図)。長期金利を名目ベースで引き上げることで、この流れに楔を打ち込みたいという意図は理解できる。



今後、日銀は円相場の挙動に大きな不安を抱えることになる。今回の決定は必ずしもそうではなかったが、今後は会合のたびに円売りを伴った緩和催促に直面する恐れがある。例えば 145 円を突破し、150 円に肉薄するような局面が到来した場合、日銀は再び決断を迫られるだろう。そのような状況下でも「円安は日本経済全体にとってプラス」と強弁し続けたのが黒田前体制であったが、実質賃金上昇の重要性を説く植田体制にそれは難しいと推測する。仮に、金融政策で応戦すると

したら、次は正真正銘の利上げであるマイナス金利解除しかカードは残されていないが、内田副総裁をして「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」と言わしめたその決断は容易ではない。YCC の実質的な撤廃を上手く乗り越えたものの、円安是正が大して進まなかったことで今後の政策運営に大きな不安は残ったと考えるべきである。

なお、今回の政策修正は「副作用として懸念される「金融市場のボラティリティ」を極力抑制したいという意向を含んでいた。植田総裁曰く、その中には「為替市場のボラティリティ」も含まれているというが、果たして元々形骸化していた YCC を実質撤廃する程度で円売りに勤しんでいた投機筋は納得するだろうか。「実需の円売り」が根強く付いて回るファンダメンタルズを思えば、まだまだ円は売る価値のある通貨として見られていくのではないかと。長い目で見れば、YCC 撤廃というカードを捨て去ったことで、日銀が「円売りによる挑発」に苦しみやすい環境が仕上がったように思える。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
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
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	ひつ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