

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 7 日)

マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～

日銀への注目度がにわかに高まっている。事実上のイールドカーブ・コントロール(YCC)撤廃と同時に正真正銘の利上げであるマイナス金利解除は正副総裁が全面的に否定していることから「もう日銀発のタカ派材料はない」と市場が確信するに至っており、逆に円売り安心感が醸成されているのが現状。こうなると今後の日銀金融政策決定会合は常に円安耐久度を試すライブミーティングになる恐れ。今後、日銀が最も警戒すべきは「円安(円売り)で引き締めが煽られる」という最も忌避したかった状況。投機的に円売りが勢いづいた場合、本丸である「マイナス金利解除」に辿り着くまで催促が続く可能性。現状、日銀が名目賃金上昇を背景としてマイナス金利解除という本丸に至る可能性は非常に低い、リスクシナリオとして検討する状況になっているのは確か。もっとも今の円相場は「投機は円売り、実需も円売り」という環境であり、こうした状況に対してマイナス金利解除という大きなカードをぶつけたとしても円安の潮流が変わる保証はない。内外環境と需給環境という2つの変化が重なって初めて持続的な円高が期待できる。

～毎回ライブミーティングという怖さ～

国内外の金融市場において日銀への注目度がにわかに高まっている。海外における関心度は、アベノミクスが最も注目された 2013 年以来の大きさを感じる。7 月 28 日に決断された政策決定は事実上のイールドカーブ・コントロール(YCC)撤廃であり、日銀がどう説明しようと長期金利上昇を伴う利上げである。同時に正真正銘の利上げであるマイナス金利解除は正副総裁が全面的に否定していることから「もう日銀発のタカ派材料はない」と金融市場が確信するに至っており、逆に円売り安心感も醸成されているのが現状である。こうなると今後の日銀金融政策決定会合は常に円安耐久度を試すライブミーティングになる恐れがある。今年 4 月以降、日銀が日本国債の貸出制限に踏み切ったことで債券市場における「円金利上昇(日本国債売り)で引き締めが煽られる」という展開は封じられている。しかし、為替市場はそうはいかない。今後、日銀が最も警戒すべきは「円安(円売り)で引き締めが煽られる」という最も忌避したかった状況である。かつて円高で追加緩和を煽られ手持ちカードをはぎ取られたのが白川体制だった。植田体制はその逆の展開に構える必要がある。

既に危うい兆候はある。先週 3 日、10 年金利が 0.6% 台後半まで上昇してきたところを臨時国債買い入れオペで抑制するという動きがあった。これによって「0.65% 前後が新しい誘導目途」という理解が浸透した可能性がある。ということは、0.65% 付近の臨時オペで一時的な金利低下と円安が誘発されることを前提に投機的に円売りを進めればそこに収益機会が生まれる。投機筋からすれば「予見できるボラティリティ」を使わない手はない。実際、臨時オペ後のドル/円相場は大きな振幅を伴っている。本来、日銀は「円安を無視する」という姿勢が望ましい。円安が進んでいる状況に(引き締めで)呼応するという構図は自ら投機筋のゲームに参加するようなものだろう。

その意味で「円安は日本経済全体にとってプラス」と一貫して円売りの挑発を無視し続けた黒田体制は—その意図するところはどうか—それほど悪手ではなかったと筆者は思っている。

～マイナス金利解除、現時点では「兆し」の段階～

日銀が投機筋の円売りゲームに参加した場合、もはやYCCが実質的に撤廃されている以上、マイナス金利解除が必然的に視野に入る。もちろん、形式的にYCCは健在であり、10年国債利回りは未だに「ゼロ%程度」が誘導の目途である。それゆえ、誘導する目途を「0.5%程度」へ（公式に）引き上げたり、誘導目標年限自体を短期化（10年→5年）したりする正常化のステップはあり得る。しかし、投機的に円売りが勢いついた局面に至った場合、本丸である「マイナス金利解除」に辿り着くまで催促が続く恐れがある。しかも、従前の説明と整合性を取るために日銀はマイナス金利解除に至るまでは「これは引き締めではない」という色合いを残そうとするだろう。余計に投機的な円売りを制御しづらい状況が予想される。かくして、真の引き締めであるマイナス金利解除の可能性について市場の注目は集まるし、実際に照会も増えてきている。

その実現可能性はどう考えても名目賃金の行方に依存する。植田体制発足以降、声明文では『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』と明記されている。マイナス金利解除の可否も当然、賃金情勢との見合いで決まってくるだろう。この点、2023年の春闘では基本給底上げに相当するベースアップ（ベア）と定期昇給を合わせた平均賃上げ率が1993年以来、30年ぶりの高水準に達している。構造的に存在している人手不足に歴史的な物価高が重なったことで実現した数字であり、これを定常状態と見なすかどうかは未だ議論があるものの、「マイナス金利政策が正当化されるような状況ではない」と言われればそうかもしれない。

しかし、今のところ日銀が名目賃金上昇を背景としてマイナス金利解除という本丸に至る可能性は非常に低い。7月の展望レポートではリスク要因として「物価や賃金が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が根強く残り続ける場合、来年以降は賃上げの動きが想定ほど強まらず、物価も下振れる可能性がある」と明記されている。また、内田日銀副総裁は8月2日の千葉県金融経済懇談会における挨拶で「現状はまだ『兆し』の段階ですが、ようやく日本経済が変わるチャンスが来ているかもしれないのですから、粘り強く金融緩和を続けることで、こうした『変化の兆し』を大切に育てていくべき」と時期尚早の引き締めで芽を摘むべきではないとの考えを明言している。

確かに、同内田副総裁は「いわば『早い者勝ち』の獲得競争が始まったりしています」、「多くの経営者の方と接してきて、『こうしたデフレ期の企業行動は、変えるべきだし、環境が許せば変えたい』というのが実感なのではないか、と感じます」とも述べており、名目賃金上昇の機運が高まっていることを認めている節もあるが、基本的に日銀のメインシナリオは「『変化の兆し』を大切に育てていくべき」ということに集約されるだろう。あくまでマイナス金利解除自体はリスクシナリオに類すると考えるのが無難だろう。今後、その「兆し」が確かなものと判断されれば、メインシナリオへの格上げも検討される状況と見受けられるが、それは少なくとも近い未来ではなさそうである。

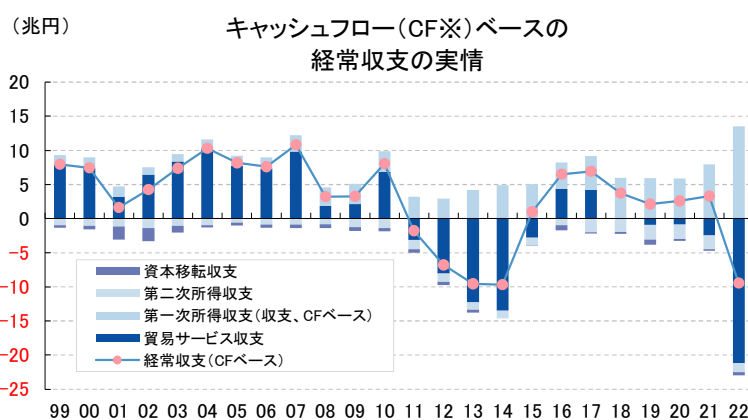
～マイナス金利解除でも「焼け石に水」の可能性～

もっとも、リスクシナリオだとしても、マイナス金利解除が視野に入るような状況はこれまで考えられるものではなかった。この点、円金利上昇や円高相場の可能性を検討する余地は確かにある。

しかし、過去の本欄で執拗に述べている点だが、今の円相場は「投机は円売り、実需も円売り」という環境に置かれている。勢いのある円安相場を演出する投機的な円売りが終息しても、ファンダメンタルズ(実需)で見た円売りが残るという点が過去との大きな違いである。こうした状況に対してマイナス金利解除という大きなカードをぶつけたとしても円安の潮流が変わる保証はない。

この点、最近では「既に貿易赤字はピークアウトしており、昨年とは劇的に異なる」という論調をよく見る。確かに貿易赤字は今年 1 月の約▲3.5 兆円をピークとして縮小傾向にある。だが、2023 年上半期(1～6 月計)の貿易赤字は約▲7.0 兆円と歴史的に見て相応に大きい。少なくとも現時点では昨年上半期(約▲8.0 兆円)とさほど大きな違いが出ていないわけではない。下半期以降、前年比で見た改善幅がメディアでは騒がれるだろうが、安定的に黒字を記録することが無い限り、「円を売りたい人の方が多い」という需給環境が根本的に変わるわけではない。

なお、国際収支の観点から需給を評価しても、インバウンド需要の劇的な回復から旅行収支黒字の拡大が取りざたされることが多い。確かに、旅行収支について 1～5 月合計を見ると、昨年の+1013 億円から今年は約+1.3 兆円へ黒字額が 10 倍以上に膨らんでいる。インバウンド需要は為替取引を伴うだろうから、これは明確な円高要因だ。しかし、旅行収支を含めたサービス収支全体を 1～5 月合計で見ると約▲2.3 兆円から▲



1.8 兆円へ赤字幅が縮小しているものの、旅行収支黒字の急拡大ほど改善しているわけではない。これはデジタルやコンサル、研究開発といったソフト面での「新しい赤字」として注目されるその他サービス収支赤字が約▲2.0 兆円から約▲2.7 兆円へ増えているからである¹。過去の本欄²でも議論したように第一次所得収支黒字の一部が還流しないことを踏まえたキャッシュフロー(CF)ベースの経常収支は慢性的に赤字化している疑いが強く、筆者試算では 1～5 月合計の経常収支は統計上でこそ約+6.5 兆円の黒字を記録しているものの、CF 上は▲3.7 兆円程度の赤字ではないかと考えている。単月の貿易収支改善や外れ値だった昨年からの改善を囃し立てるのは視野狭窄であり、俯瞰すれば実需が円安を正当化する状況はまだ残っている。

～日銀の単騎突撃はカードを浪費するだけ～

こうした状況の下、継続的な円高・ドル安を期待したければ、米国経済のはっきりとした悪化とそれに伴う米金利低下、これに加えて本邦貿易収支が継続的に黒字を記録するような展開が必要と筆者は考えている。少なくとも円安がテーマ化している状況で、需給環境も円安を支持するような地合いの中、日銀がこれを覆そうと単騎突撃しても貴重なカードを浪費するだけで大した時間稼ぎ

¹ 本欄 2023 年 5 月 15 日号『新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～』をご参照下さい。

² 本欄 2023 年 7 月 11 日号『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～』をご参照下さい。

にならないだろう。仮に政府・財務省の通貨政策を絡めても稼げる時間が伸びるだけかもしれない。これは 2008 年以降の超円高局面が白川体制による断続的な緩和では全く終息せず、結局のところ、FRB の正常化プロセス開始や欧州債務危機終息が重なる 2013 年まで待つ必要があったことを思い返せば明らかである。当時は海外環境(内外金利差)の変化を待てば潮流が変わったものの、今次局面は需給環境の変化も必要という意味で難易度が高いように思える。

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/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8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
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～
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、動くのはどちらが先か
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～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エーション（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～円高始まり～
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～）