

みずほマーケット・トピック(2023 年 9 月 12 日)

日銀の政策運営に関する Q&A～読売報道を受けて～

読売新聞による植田日銀総裁の単独インタビューについて照会が相次いでいるため、簡単に Q&A 方式で整理する。総裁自ら、マイナス金利解除に関し「年末までに十分な情報やデータがそろう可能性はゼロではない」との考えを示したことについて様々な解釈は可能。結論から言えば、「可能性はゼロではない」と表現している以上、日銀にとってもメインシナリオではないはずであり、為替見通しを変える材料とまでは言えない。だが、わざわざ「年末」というフレーズを使ったのだから、相応の意図があった可能性もある。今までリスクシナリオですらなかったマイナス金利解除がリスクシナリオとして格上げされたという認識は持ちたい。そもそも先月、内田副総裁はマイナス金利解除に関して「現在の状況からみるとまだ大きな距離がある」と述べていた。この発言から 4 か月後(年末:12 月)のマイナス金利解除の可能性を見出すのは不可能である。結局、「8 月に気が変わった」のではないのか。8 月に何が起きたのか。それは円安と原油高だ。マイナス金利解除が実施される場合、可能性が高いのは 24 年 4 月、その次に 24 年 1 月。

～植田総裁インタビューの考え方～

9 月 9 日に報道された読売新聞による植田日銀総裁の単独インタビューを受け、円金利が急騰している。これを受けて円相場も乱高下が見られた。同報道が『中期為替相場見通し』に与える影響などについて照会が相次いでいるため、簡単に Q&A 方式で整理しておきたい:

Q1:何が材料視されているのか。

A1:マイナス金利政策の解除時期について踏み込んだ発言があったと解釈されている。植田総裁は具体的な時期に関して「マイナス金利の解除後も物価目標の達成が可能と判断すれば、(解除を)やる」と述べた上で、来春の賃上げ動向を含め「年末までに十分な情報やデータがそろう可能性はゼロではない」との考えを示した。この発言が「年内にマイナス金利解除が判断される可能性が浮上した」と解釈され、円金利は上昇、円の対ドル相場も一時 145.91 円まで急騰している。

もっとも、こうした見方を過剰反応だと評価する声もある。発言全体を見れば「まだ(物価目標の)達成が見える段階ではない。物価目標の実現が見えてくるのは、賃金と物価の好循環が金融緩和を止めても自律的に回っていく状況だ」と述べ、「到底決め打ちできる段階ではない」と念押ししている。さらに、「物価目標の実現にはまだ距離がある。粘り強い金融緩和を続ける」とも述べており、結局、いつもと同じ言動ではないのかという評価もある。筆者もどちらかと言えばそう感じている。

Q2:真意はどこにあると見るべきか。また、なぜそういった発言をしたと思うか。

A2:しかし、わざわざ「年末」というフレーズを使った以上、相応の意図があった可能性は否めない。今までリスクシナリオですらなかったマイナス金利解除がリスクシナリオとして格上げされたという認

識は持ちたい。なぜこの時期に植田総裁がそうした発言をしたのかと言えば、建前と本音、2つの理由があるだろう。建前としては「賃上げ機運の持続を想定しているから」に他ならない。元より植田体制下の日銀では声明文に「賃金上昇を伴う2%の物価目標の持続的・安定的な実現」を目指すことを明記している。今年の春闘における賃上げ率が30年ぶりの上昇率となった以上、来年以降もそれが続く可能性を念頭に置いて情報発信をするのは自然である。事実、今春以降の日本では賃上げや財・サービス価格の値上げについて報道が相次いでいる。物価調整後の実質賃金が継続的に下落しているため、現状を「賃金と物価の好循環」と表現するのは難しいが、物価が継続的な上昇過程に入った可能性を多くの日本人が感じ始めているのも事実だろう。

また、海外に目をやれば「インフレは一時的」と繰り返し、結局大幅な利上げを強いられた欧米中銀の失敗が眼前にある。賃金上昇を起点にインフレが持続性を持つ前にマイナス金利解除などを通じてこれを鎮圧しようという発想は中銀としては自然ではある。しかし、賃金上昇の継続性はあくまで来春の春闘まで見極めなければ判断できないものだろう。

Q3: 来年の春闘が重要ならば、年内に材料が揃うことはないのではないか。

A3: 筆者もそう感じる。それゆえ今回、わざわざ踏み込んだ発言をした理由は建前としては「賃金と物価の好循環」の芽が育っていることだとしても、本音は別のところにあった可能性がある。それはやはり「円安の抑止」である。そもそも先月(8月)の千葉県金融経済懇談会において内田副総裁はマイナス金利解除に関して「現在の状況からみるとまだ大きな距離がある」と述べていた。この発言から4か月後(年末:12月)のマイナス金利解除の可能性を見出すのは不可能である。結局、「8月に気が変わった」というのが台所事情ではないのか。では、8月に何が起きたのか。円の対ドル相場は8月だけで約▲2%、年初来から8月末時点では約▲10%下落している。また、円安との併存が警戒される原油価格も8月だけで約+2%、年初来から8月末時点では約+4%上昇している。ちなみに原油価格は9月に入ってから継続しており、本稿執筆時点の年初来上昇率は約+8%に達している。円安・原油高の併存は国民生活に直結するものであり、政治的にも問題視されやすい。日銀が原油価格に影響を与えることはできないが、円相場ならば相応に影響を行使できる。

いくら通貨政策を司る政府・財務省が円安をけん制しても、金融政策を司る日銀がハト派色を変えなければ、相場の流れは変わりにくい。理論的にも通貨政策と金融政策の方向は一致しなければ所期の効果は出ない。現状の日銀は「金利上昇を抑止すべくオペを打てば円安が進み、金利上昇を容認すれば緩和姿勢が疑われる」という隘路にはまっている。もはや「円安を警戒しながら緩和を続ける」という無理筋な政策運営が限界に達しているのであり、日銀としては「緩和を続ける」という点について修正を図ろうという心境に至った可能性はある。普通の中銀ならばそう考える。

なお、今回、植田総裁が就任後初の単独インタビューを受けた経緯について政府・財務省との連携を訝しがる向きもあるが、そこまで深く考える必要はないだろう。そもそも総合ベースの消費者物価指数(CPI)については日本は米国を超えている。もちろん一時的なのかもしれないが、そうではない可能性もないわけではない。円安がその一因だとしたら、日銀が物価安定の観点から「円安の抑止」を所望するのは自然である。円の対ドル相場が昨年来の安値である152円を視野に捉える中、その抑止を企図して発言に踏み切った可能性はある。

Q4:「次の一手」に関するメインシナリオは。

A4:既に述べたように、従前の日銀からの情報発信を踏まえれば、マイナス金利解除は 2024 年中には考えられないものだった。しかし、今回のインタビューを踏まえ、リスクシナリオとして検討する価値は出てきたと考える。マイナス金利解除が実施される場合、最も可能性が高いのは 2024 年 4 月、その次に 2024 年 1 月といったところだろう。植田総裁が「年末」に材料が出揃うと言っている以上、翌月会合でその材料を盾に決断に踏み切る可能性はある。だが、多くの識者が想定する通り、マイナス金利解除のための必要条件はあくまで「2 年連続で春闘の結果が力強いものなること」である。だとしたら、2024 年 4 月までその決断を待つのが最も可能性が高い。

しかし、上述したように、もはや賃金は「建前」の理由でしかない可能性がある。1 月になるか、4 月になるかは「本音」の理由である円安次第である。去年の対ドル相場の安値である 152 円を超えて定着するような事態になった場合、円安抑止の意味を込めたマイナス金利解除が決断される可能性はある。しかし、現状の『中期為替相場見通し』ではあくまで 152 円程度までの上昇しか見込んでいないため、そこまでの話は考えていない。マイナス金利解除があるとすれば、2024 年 4 月、「2 年連続で春闘の結果が力強いものになる」ことを確認した場合である。

Q5:円相場のメインシナリオに対する影響は。

A5:現状、『中期為替相場見通し』ではマイナス金利解除は織り込んでいないリスクシナリオである。正式には 9 月 21～22 日の日銀金融政策決定会合を踏まえた今月の改定作業を待つことになるが、マイナス金利解除を 2024 年 4 月のリスクシナリオとして織り込んだ場合、予想レンジは 2023 年 10～12 月期について「146～151 円」→「143～148 円」、2024 年 1～3 月期について「144～150 円」→「140～146 円」、2024 年 4～6 月期について「142～148 円」→「138～144 円」などへの下方修正は検討することになるだろう (FRB の利上げは 2023 年中、あと 1 回という前提)。

しかし、冒頭で紹介したように、植田総裁はあくまで「可能性としてはゼロでない」と述べている。つまり、年内にマイナス金利解除の可能性が現実的に認められる展開に至ること自体、日銀にとってもまだメインシナリオではないのだと筆者は理解しているし、為替相場見通しにおいてもメインシナリオにする必要はないという認識である。

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9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
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～
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～遅く遅く年内利下げ～
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～