

みずほマーケット・トピック(2023 年 9 月 25 日)

日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～

9 月 22 日に開催された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。総裁会見も無風であった。注目を集めていた「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」との発言は「決め打ちできない」と一蹴され今回の騒動は収束に向かっている。今回の騒動を経て遠い未来の出来事と思われたマイナス金利解除に現実味を持つ市場参加者が増えたのは日銀にとって収穫。マイナス金利解除を議論する上での難易度は若干下がった印象。今後の日銀も基本的に「座して米経済失速を待つ」というのが唯一にして最大の解決策。マイナス金利解除は「堅調な春闘」という朗報ではなく「執拗な円安」という悪報に反応する格好で決断されるのではないかと。主要通貨の対ドル変化率を見ると 9 月 22 日現在、円よりも下落幅が大きい通貨はアルゼンチンペソ、トルコリラ、ロシアルーブル。円以外の G7 通貨は対ドルで上昇もしくは横ばいであり、これに準ずる通貨であるスイスフランも上昇。G7 の一角という円の属性を考えると、やはり円の売られ方は特異。日本の事情に明るくない海外勢からすれば「米国に匹敵するインフレ状況でもマイナス金利を堅持する円」は売り仕掛けするには十分なテーマ性を帯びている。

～「2022 年 9 月 22 日の再現」はならず～

先週 22 日に開催された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定し、注目された植田日銀総裁による記者会見も無風だった。9 月 9 日付の読売新聞が報じたインタビューで植田総裁がマイナス金利政策の解除に関し「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」と語って以降、年内のマイナス金利解除可否が市場の焦点となってきた。9 月会合の現状維持自体、市場予想通りだが、読売報道が総裁会見で追認される可能性については思惑が割れていた。

蓋を開ければ「政策の修正時期や具体的な対応について到底、決め打ちはできない」と年末発言は一蹴され、今回の騒動が収束に向かった格好である。ちょうど 1 年前の 9 月 22 日も日銀金融政策決定会合が開催され、緩和路線の維持を決定した後、黒田元総裁が「今後 2～3 年は利上げをしない」と円安相場を焚きつける発言をして、円安相場が加速した。その直後に政府・財務省による円買い・ドル売り介入が実施され、「投機的な円売りを焼き払うための罠だったのでは」という憶測が流れた。今回も緩和続行に際して「2022 年 9 月 22 日の再現」を警戒した向きは多かったと思われるが、会合後の円安が穏当なものにとどまったこともあり大事には至っていない。

～議論しやすくなったマイナス金利解除～

読売報道から総裁会見に至るまでの流れを総括すると、植田総裁が早期引き締め観測の台頭を不本意に感じ、火消しに走ったというのが事の顛末に見える。だが、マイナス金利政策の年内解除に関し「ゼロではない」と述べるのも、「決め打ちできない」と述べるのも、実質的には同じ意味だろう。件の読売報道でも実際のところ、こういった問答を通じて年末発言が引き出されたのか定かで

はない。植田総裁としては特に言動を変えたつもりはないという可能性も十分考えられる。植田総裁は「決め打ちできない」発言に続け、「年内はそういう可能性(※マイナス金利解除の可能性)は全くないということを総裁の立場で言うと毎回の決定会合の議論に強い縛りをかけてしまう。そういうことは言わない方が望ましいという趣旨の発言だった(※は筆者が追加)」と述べていた。報道の仕方と市場の受け止め方について、針小棒大であった可能性は高い(よくある話だが)。

とはいえ、今回の騒動を経て、かなり遠い未来の出来事と思われてきたマイナス金利解除に現実味を持つ市場参加者が増えたのは大きな収穫に思える。正常化議論は初手で市場へショックを与えないことが一番大事であり、難しい部分である。今回、勝手に市場が拡大解釈してくれたおかげで、今後マイナス金利解除を議論する上での難易度は若干下がったように思える。

～「座して米経済失速を待つ」しかない～

なお、会合後の円安が穏当なものにとどまったとはいえ、ドル/円相場は年初来高値圏にある。円安が慢性化してる限り、日銀を取り巻く政策環境は極めて窮屈な状況が続くことになる。過去の本欄でも同様の趣旨を繰り返し議論しているが、今後の日銀金融政策決定会合は「円安にどう対抗するのか」という催促含みで予想形成が進みやすい。現状維持ならば円売りが進み、引き締め措置を講じても不十分と解釈されればやはり円売りが進む。円売りを通じて引き締めを催促した投機筋は、日銀がそれを実際に決断するタイミングで円買いに転じれば収益機会に恵まれる(それが為替介入を伴えば、さらに大きな機会になり得る)。円安がある限り、「毎日がライブミーティング」という厄介な状況が続くだろう。過去、執拗な円高に対抗する最中で緩和カードを出し尽くしたのが白川体制であったが、植田体制はこの逆に構えることになる。

現状の日本は政策金利

はマイナス、貿易収支は赤字、経常収支もキャッシュフローベースで見れば恐らく赤字という状況にあり、円安は基本的にファンダメンタルズを反映した相場現象と言わざるを得ない。

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2023	2024	2025	2026	Longer run
Mar-22	2.625%	2.625%	n.a.	n.a.	2.250%
Jun-22	3.750%	3.375%	n.a.	n.a.	2.500%
Sep-22	4.625%	3.875%	2.875%	n.a.	2.500%
Dec-22	5.125%	4.125%	3.125%	n.a.	2.500%
Mar-23	5.125%	4.250%	3.125%	n.a.	2.500%
Jun-23	5.625%	4.625%	3.375%	n.a.	2.500%
Sep-23	5.625%	5.125%	3.875%	2.875%	2.500%

(資料)FRB

い。もちろん、「145～150 円」というレンジが果たしてフェアバリューと言えるのかという議論はあるが、円安の流れを一変させる妙手を日本が持つわけではなく、基本的に「座して米経済失速を待つ」というのが唯一にして最大の解決策となる。しかし、9 月 FOMC のドットチャートを踏まえれば、2024 年中の利下げ予想は 2～3 回程度との意見が多い(図)。仮に 3 回利下げが正しいとした場合、断続的な利下げならば 6・9・12 月のスタッフ見通し(SEP)改定に合わせるか、連続的な利下げならば 9・11・12 月の年後半に固めるかという展開が予想される。いずれにせよ、今から見るとかなり遠い話であり、日銀はそれまでの円安圧力を上手くいなしながら過ごすことが求められる。

～マイナス金利を有害認定するしか道は無いのか～

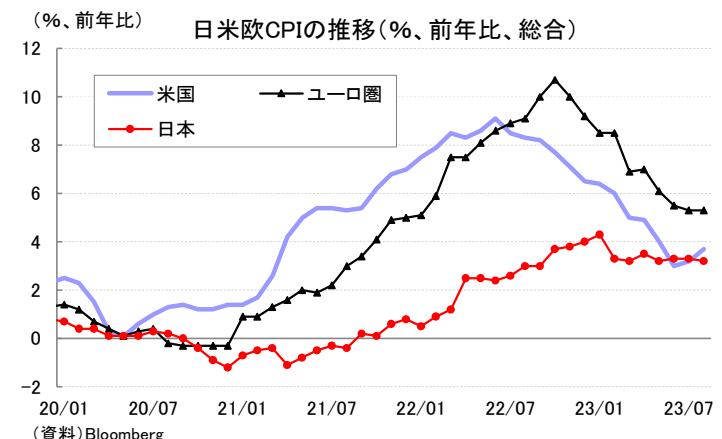
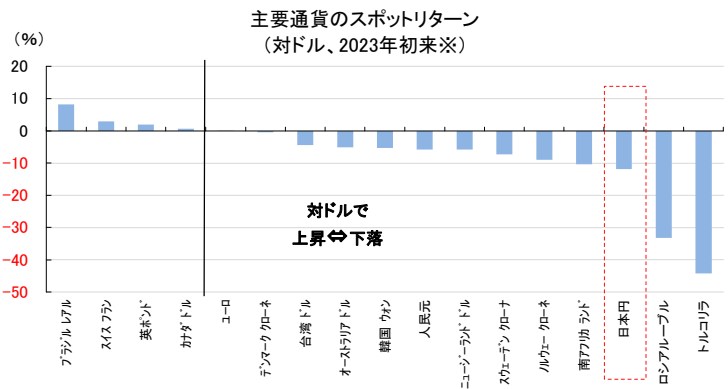
結局、マイナス金利解除はいつになりそうなのか。従前から目された通り、あるとすれば「2024 年

4月の春闘を待って判断する」というのが基本シナリオになるのだろう。だが、黒田時代から「2%物価目標と整合的な賃上げ率はベアで+3%」という前提がある。今年の春闘は30年ぶりの上昇率を確保しつつも、+2%強だった。春闘の交渉は大企業を対象として2月から開始され、中小企業を含めた結果が3月末をめどに終結する。つまり、参照にされるCPIは2024年1月分や2月分ということになる。この点、今年1月のコア消費者物価指数が+4.2%であったのに対し、例えば2024年1月分は半減するとの見通しが濃厚となっている。現時点で2024年春闘において「ベアで+3%」を実現する可能性はメインシナリオに置きづらいだろう。とすれば、緩和解除の条件が「賃金上昇を伴う2%の物価目標の持続的・安定的な実現」である以上、今から半年程度でそれを見通すのは現実的ではない。

では、どうするか。賃金上昇という前向きな理由でマイナス金利を解除することが難しいとすれば、「マイナス金利政策の継続が有害である」とするしかない。マイナス金利はむしろ実体経済の足枷となるリバーサルレートであり、現下の円安などを通じて日本経済を下押しているというロジックなどは想像しやすい。もっとも、そうした決定を下すとしても2024年の春闘結果を待つことには変わらないだろう。しかも、同年5月には今年7月に着手され現在実施中の「金融政策に対する多角的レビュー」の2回目のワークショップ(討論会)が開催予定だ。そこで、それまでに分析した案件について包括的な討議が予定されている。有害性を認定した上でマイナス金利解除が決断されるとしたら、多角的レビューの結果も踏まえた2024年7月の展望レポートあたりが良い頃合いに見受けられる。

～為替市場に透ける円への疑念～

主要通貨の対ドル変化率を見ると9月22日現在、円(▲11%)よりも下落幅が大きい通貨はアルゼンチンペソ(▲97%)、トルコリラ(▲44%)、ロシアルーブル(▲33%)だけだ。円以外のG7通貨(英ポンド、カナダドル、ユーロ)は対ドルで上昇もしくは横ばいであり、これに準ずる通貨であるスイスフランも上昇している。G7の一角であるという円の属性を考えると、やはり円の売られ方は特異であり、単に「日米金利差が拡大しているから」という理屈では理解が難しい。もちろん、日本がアルゼンチンやトルコと同じとまで言うつもりはない。インフレ抑制のために政策金利が100%を超えるアルゼンチンや、未だ前年比+60%近くのインフレ率が続くトルコと日本を比べるわけにはいかない。日本の資金循環構造は未だ「政府-日銀-民間銀行」が三位一体となって



国債を管理しており(その善し悪しは別として)、それらの国々のように利回りが急騰するようなことは考えにくい。

しかし、債券市場とは異なり、為替市場はいつでも直情的だ。日本の事情に明るくない海外勢からすれば「米国に匹敵するインフレ状況でもマイナス金利を堅持する円」は売り仕掛けするには十分なテーマ性を帯びている。しかも、幾ら円売りで仕掛けても日銀が緩和路線を堅持してくれるのならば円売りで大きく敗けることも考えにくい。日銀金融政策決定会合と同日に公表された本邦 8 月 CPI は総合ベースで前年比+3.2%と前月から▲0.1%ポイント減速したものの、米国のそれとほぼ同じ伸び幅が続いている(前頁図)。マイナス金利解除は「堅調な春闘」という朗報ではなく「執拗な円安」という悪報に反応する格好で決断される公算が大きいように見受けられる。

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9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+ α 」の公算～
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～
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の現状
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	緩回と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するか
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	「世界中が欲しがらる財・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～)