

みずほマーケット・トピック(2023年12月12日)

12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～

12月7日のチャレンジング・ショックを受けて対ドルで141円台まで急騰した円相場は、昨日の12月会合でのマイナス金利解除を否定する関係者談話を受け146円台半ばまで下落。マイナス金利は形骸化しており、「百害あって一利なし」という代物であることを思えば、理論家である植田総裁は解除自体、いつやっても問題ないとは考えているはず。ただ、理論的な正しさだけで金融政策は決まらない。特に日本においては政治的事情を汲んだ運営が頻繁に展開されてきた。特に、日銀にとって世紀の失策とも揶揄される2000年8月のゼロ金利解除を巡り、審議委員時代の植田総裁は政治的な距離感の重要性を目の当たりにした。政治資金パーティー問題を受けて政権の存続に疑義が付されているような状況でマイナス金利解除という大勝負に出るのか。あまり現実的ではないように思える。もっとも2000年8月と現在では大きな違いもある。それは社会が円安に対する恐怖感を持っていることであり、必然的に金融引き締めに対する世論の反意も薄らいでいる可能性がある。世論が賛成するならば政治も反対する理由はない。

～12月会合での解除は政治的に困難～

12月7日の参院財政金融委員会において植田日銀総裁が「年末から来年にかけて一段とチャレンジングな状況になると思っている」と述べたことで一時141円台まで戻したドル/円相場は、案の定徐々に値を戻し、昨日の日本時間夕方にはブルームバーグによる『マイナス金利解除、日銀は今月急ぐ必要ほとんどないと認識－関係者』とのヘッドラインを受けて一時146.58円まで上昇している。チャレンジング・ショック直後の本欄でも述べたように、「challenging(チャレンジング)」は日本語報道で取りざたされた「挑戦的な」という意味ではなく「困難な」という意味で使用されたものであり、来たるべきマイナス金利解除に向けた意気込み表明に近いものと筆者は受け止めている。

既にマイナス金利は形骸化しており、「百害あって一利なし」という代物であることを思えば、理論家である植田総裁は解除自体、いつやっても問題ないとは考えているはずだ。しかし、理論的な正しさだけで金融政策は決まらない。特に日本においては政治的事情を汲んだ運営が頻繁に展開されてきた。1990年代以降の日本では「引き締め志向の日銀 vs. 引き締め反対の政府」という構図が注目され、植田総裁自身、2000年8月のゼロ金利解除を巡ってその決断の難しさを審議委員として体感した1人である。同会合では政府側(大蔵省)出席者からゼロ金利解除に対して史上初の議決延期請求権が行使されたが、反対多数で否決され、結局はゼロ金利解除に至った。だがその後、米国のITバブル崩壊を契機として世界経済に不穏な空気が漂い始めると、同年12月に日銀は景気判断を下方修正し、翌2001年2月には利下げでゼロ金利に戻り、翌3月には初の量的緩和に踏み切ることになる。時の森喜朗政権の反対を押し切って日銀がゼロ金利政策を解除した際、官房副長官だったのが安倍晋三氏であり、この2000年ゼロ金利解除の失敗を契機として強烈な金融緩和を求める思想が芽生え、後のアベノミクスに繋がっていったという説は有名である。

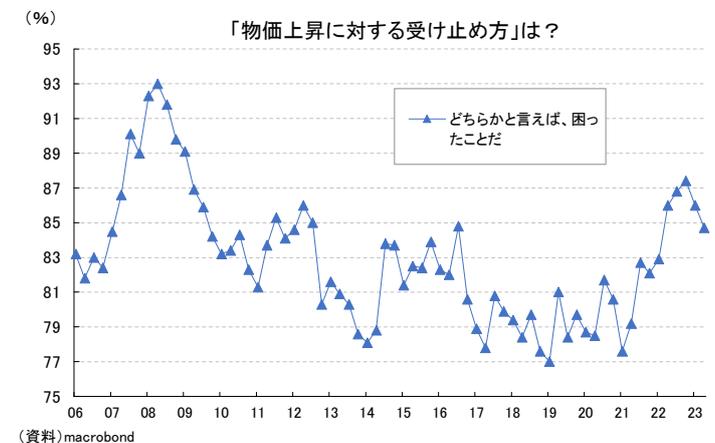
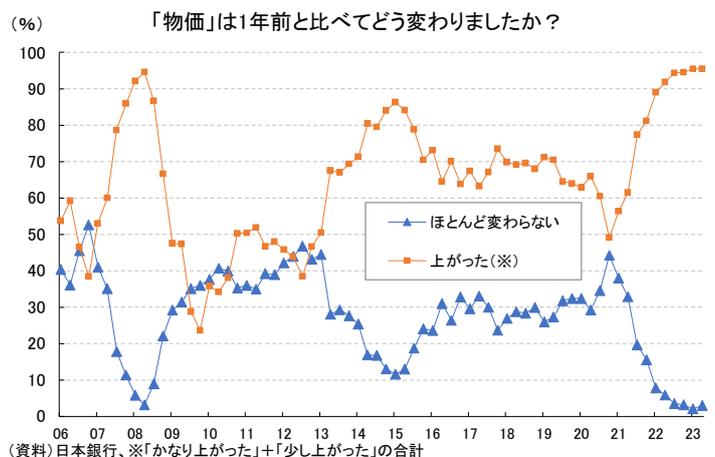
話を現在に戻すと、日銀と政府の距離感はそれほどまでに日本の金融政策を決定づける重要な論点になり得る。長期金利と異なり、住宅ローン金利に直接的な影響を与え得る短期金利の引き上げはメディアの大合唱を経て、時の政権批判に直結しかねない(実際は+10bp 程度でどの程度の影響があるのかはさておき)。まして、足許では政治資金パーティー問題を受けて政権の存続に疑義が付されているような状況でマイナス金利解除という大勝負ができるのか。ブルームバーグ報道通り、「今月急ぐ必要ほとんどない」というのが実情に思える。

～2000年8月に比べれば金融引き締めに対する反意は薄いか?～

もっとも 2000年8月と現在では大きな違いがある。それは社会が円安に対する恐怖感を持っている点だ。「円安の原因は日銀の金融緩和(とFRBの利上げ)」と考える向きが多いとすると、必然的に金融引き締めに対する世論の反意も薄らいでいることが推測される。この点を捉える直近の世論調査は乏しいが、例えば、NHKが今年3月に行った世論調査では「日銀による大規模な金融緩和を続けるべきか」という質問に対し、「続けるべき」が24%、「続ける必要はない」が11%、「どちらともいえない」が54%だった。また、1年前の2022年10月に毎日新聞が公表した世論調査では「日銀の金融緩和政策について、どう思いますか」との問いに、「見直すべきだ」が55%、「続けるべきだ」は22%、「分からない」が22%だった。昨年10月や今年3月よりも一般物価は上がっており、円安の修正も進んでいない中、世論の多くが金融緩和継続を望んでいるとは考えにくい。

なお、世論調査ではないが、日銀が四半期に一度公表する「生活意識に関するアンケート調査」(2023年9月調査)によれば、1年前と比べて物価が『上がった』と答えた人(9割台半ば)に、その感想を聞くと、8割台半ばの人が「どちらかと言えば、困ったことだ」と回答している(図)。「円安の原因は日銀の金融緩和」と考える国民が多いとすれば、やはりこの調査を見ても金融引き締めに対する社会的なアレルギーは現状、さほど大きくないと思われる。そもそも2000年当時は円安が輸出数量を増やし、生産・所得・消費の好循環の起点になる相場現象だという社会的な理解があった。これに対し、現在の円安に対しては輸入物価上昇を経由して実質賃金押し下げの起点になる相場現象だという社会的な理解ができつつあるように思う。世論の後押しがあるならば政治的な混乱の最中でもマイナス金利解除は可能という考え方もある。それでも

それでも今月(12月)に決行する必要性があるとはやはり思えないが、植田総裁はあくまで「年末から



来年にかけて」がチャレンジ(困難)だと述べている。とすれば、1月の政策決定に向けて12月に何らかのタカ派的な情報発信を行う予告型の(ECBのような)政策運営はありうるかもしれない。筆者は多角的レビューの第二回(2024年5月)を踏まえる可能性を念頭に、2024年6月や7月の可能性を視野に入れるが、そもそも有害なものを取り除く意思決定ゆえ、「全ての会合がライブ」という緊張感もある程度は必要かと思われる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年12月11日	24年ドル/円見直し外観〜「主戦場の変化」を確認する年〜
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方〜チャレンジングの真意〜)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方〜拡大解釈を警戒〜
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度〜130円割れはあれど〜
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方〜「最後の砦」となるサービス業〜)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ〜通貨高は当たり前ではない〜)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方〜収斂するのか、しないのか〜
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて〜繰り返される23年と同じ言説〜)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか〜外貨資産の現状〜
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方〜CFベースの黒字は10分の1に〜)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?〜企業の「ドイツ離れ」〜
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて〜その背景と今後の論点整理〜
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて〜再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇〜)
2023年10月26日	ECBプレビュー〜利上げ代替としてのMRR引き上げ〜
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計〜起きるべくして起きた23年の円安〜
2023年10月18日	再び直面する天然ガリスク〜ユーロ安考察〜
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について〜「弱い円」が原因としても…〜)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も濃う米経済〜米金利上昇の考え方〜
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本〜「人手不足」の波〜
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本〜インフレ持続性の考え方〜
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
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〜
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〜急速に薄らいたタカ派色〜)
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)
2023年7月13日	週末版
2023年7月12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11日	円高の読み方〜自律反発後にどこまで戻るか〜
2023年7月10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7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6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5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3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6月30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29日	週末版
2023年6月27日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月26日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月23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