

みずほマーケット・トピック(2023 年 12 月 20 日)

日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～

日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。もはやマイナス金利解除は金融市場において既定路線であり、あとは「いつやるか」というくらいしか論点は残っていない。引き続き筆者は 24 年春闘の仕上がりや多角的レビューの結論を踏まえ、最速で 6 月、もしくは 7 月の展望レポート公表時を想定。今回の会見を見る限り 1 月の可能性は著しく低下し、実務的に 3 月が難しいとすれば、最短は 4 月予想に。もっとも、筆者の 6～7 月予想も政治日程的に難易度は低くない。結局、12 月解除を避けたことで、隘路に嵌まった感是否めず。最大の問題は解除時期が 4～7 月のいずれであれ、海外金融情勢がそこまで待ってくれるのかという点。「世界で唯一、正常化を志向する中銀」になると政策環境は相当窮屈になる。もっとも、連続的な利上げが事実上不可能だとすれば、マイナス金利解除は「日銀発の円高材料出尽くし」を意味する。マイナス金利解除ありきでストーリーを作ることには異論はないが、それだけで円高基調が到来するとは全く思えない。

～残る論点は「いつやるか」だけ～

注目された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。植田日銀総裁は会合前に注目されたチャレンジング発言について、今後の取り組み姿勢を問われたので「一段と気を引き締めて」という意味で発言したと述べた。案の定の結末である。総裁会見においても、賃金・物価の好循環(いわゆる第二の力)に関しては「なお見極めていく必要がある」と述べたり、今後についても「焦って政策変更は不適切」と述べたりするなど、明確なゼロ回答を提示した格好である。いずれにせよ、この答弁を見る限り、1 月のマイナス金利解除も視野からは消えたと考えて良いだろう。もっとも、12 月 6 日の講演で氷見野日銀副総裁が「全部青信号がとめることは実際の経済ではない。いろいろなシグナルが混じる中で判断する」と言っていたように、経済・金融情勢に多少の疑義が残ってもマイナス金利解除に踏み込む可能性はある。2024 年という時間軸で見た場合、マイナス金利解除は既定路線であり、あとは「いつやるか」というくらいしか論点は残っていないのも事実である。

～為替市場から見たマイナス金利解除の意味～

では、改めてマイナス金利解除時期をどう考えるべきか。引き続き筆者は 2024 年春闘の仕上がりや多角的レビュー(5 月に第二回開催予定)の結論を踏まえ、最速で 6 月、もしくは 7 月の展望レポート公表時を想定している。今回の見送りでこの想定は現実味を増したと言える。仮に植田総裁の会見から察する通り 1 月も見送りだとすれば、実務上の準備を要すると言われるマイナス金利解除を期末(3 月)に差し込むのも難渋するであろうから、最短で 4 月の展望レポート公表時が選択肢になる。元より「春闘を見極めて最短 4 月」は市場予想のコンセンサスであったが、筆者はやはり時間と労力をかけた多角的レビューの結論はマイナス金利解除時に引用したいのではないかと考えている。それゆえ、従前通り、6 月ないし 7 月の解除予想を維持する。もっとも自民党総裁選(2024 年

9 月)前に解散総選挙があるという政治日程を前提とすれば 6 月や 7 月も決して難易度が低い時期とは言えないことも留意はしたい。結局、12 月解除を避けたことで、隘路に嵌まった感はある。

最大の問題は解除時期が 4～7 月のいずれであれ、海外金融情勢がそこまで待ってくれるのかという点だ。周知の通り、12 月の FOMC で FRB の姿勢は急変した。今のところ、その兆候は見られないが、FRB に倣って ECB も同じような情報発信へ切り替えてきた場合、「世界で唯一、正常化を志向する中銀」として日銀の政策環境は相当窮屈になる。そうなる前に日銀は正常化すべきというロジックに関して植田総裁は「不適切」と断じているが、元より他國中銀や為替の動向を前提として総裁が発言するわけにはいかないだろう。本音はある程度、別のところにあっても不思議ではない。所詮、日銀の目指すところは「+10bp 引き上げによるマイナス金利解除ワンショット」であり、連続的な利上げではない。そうであれば、年明け以降、どのタイミングでも「やろうと思えばできる」という考え方もある。全くもって好ましいやり方ではないが、現状では可能性が著しく低下したと見られる 1 月会合に関しても、事前報道を通じて織り込ませにかかるという線がないわけではない。

～実は円安材料になりかねないマイナス金利解除～

もっとも、連続的な利上げが事実上不可能だとすれば、マイナス金利解除は「日銀発の円高材料出尽くし」を意味する。建前はどうか、仮に日銀の本音が円安抑止にフォーカスされたものだと考えた場合、正常化に向かって二の矢、三の矢を放つことができないのであれば、マイナス金利解除は「円安の芽が摘まれた」と判断できるタイミングでしか難しいのではないか。ドル/円相場はピークアウトしたとはいえ依然 140 円台であり、足許(144 円)から少しでも円安が進めば直ぐに 150 円の声が聞こえてくるだろう。現時点で「万策尽きた」という空気を出すわけにはいかない。

政治ひいては世論に配慮してマイナス金利解除を控えるという雰囲気はもはやそれほど大きいものではない。これは「マイナス金利が円安の元凶」と考える人々が多く、その円安を忌み嫌う人々が増えているからだ。マイナス金利解除が円安抑止に必要と考えられるならば、世論がそれに反対する理由はない。しかし、万が一マイナス金利解除をしても円安が解消されないとなると、「円安は残るし、金利も上がる」という政治的には最悪の組み合わせが残ってしまう。特にマイナス金利解除は住宅ローン変動金利との連動性が取りざたされやすいのでより不安を掻き立てる。そこまで負担を強いられて円安も解消されないという状況を世論は許容しない。そもそも為替は日銀の政策運営次第でコントロールできるものではないのだが、そこに理解を示すほど世論は冷静ではない。政府・与党の現状を踏まえれば、金融政策をトリガーとして世論の反感を買うわけには絶対行かず、ブルームバーグ事前報道にあったように「12 月に急ぐ必要はない」というのはまさに政府・日銀からすれば強い本音だったと推測される。いずれにせよ、2024 年についてマイナス金利解除ありきでストーリーを作ることに異論はないが、それだけで円高基調が到来することはない。

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12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
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～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「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スリスク～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	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡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」も漂う米経済～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～