

みずほマーケット・トピック(2024 年 1 月 24 日)

日銀金融政策決定会合～織り込んでも円安の怖さ～

注目された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。展望レポートは「予測期間中に+2%を割り込んでいるのだから物価目標は未達である」という抗弁が確かに成り立つ仕上がりではあった。もっとも、近年の物価実績と展望を踏まえれば、目標達成を謳っても不思議ではなく、この辺りが声明文における「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」という強気の表記に滲み出ている。既に市場期待の織り込みが済んでいることも踏まえれば、「4 月の展望レポートでマイナス金利解除」は依然本命と考えても差し支えない。もっとも展望レポートを待たずに 3 月に踏み切る可能性もあることは注意したい。最も恐れるべきは本当にマイナス金利解除ができるのかという点。解除が既定路線となっているにもかかわらず、ドル/円相場は 148 円を突破していることを思えば、4～6 月期中にマイナス金利解除ができないとなれば、かなり大きな円安リスクになる可能性。

～本命は依然、4 月会合～

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。12 月会合後の植田日銀総裁会見および年初の能登半島地震を踏まえ、市場参加者の殆どが「1 月は無風」を予想しており、各種資産価格の反応も極めて限定的だった。後述する総裁会見がタカ派的と解釈されて円高が一時的に進んだものの、米国時間を経て、結局元の水準に戻ってきている。展望レポートも消費者物価指数(CPI)の実績を反映する格好で下方修正されており、注目度の高い 2024 年度の生鮮食品を除くコアベースに関し、予想中央値は前回(10 月)の+2.8%から+2.4%へと下方修正された。これで 2 年連続、コア CPI が+2%を超えるわけだが、「賃金・物価の好循環が実現されてい

るわけではない」との解釈から現状維持が決断されている。2025 年度については+1.8%と前回の+1.7%からは僅かに上方修正されているが、「予測期間中に+2%を割り込んでいるのだから物価目標は未達である」という抗弁は確かに成り立つ仕上がりではある。

もっとも、2 年連続で+2%を超えて、3 年目に+1.8%で着地するならば、目標達成を謳っても不思議ではない。この辺りが声明文における「先行きの不確実性はなお高いものの、こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」というやや強気の表記に滲み出ている。植田総

日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2023年度	1.6～1.9 <1.8>	2.8～2.9 <2.8>
10月時点の見通し	1.8～2.0 <2.0>	2.7～3.0 <2.8>
2024年度	1.0～1.2 <1.2>	2.2～2.5 <2.4>
10月時点の見通し	0.9～1.4 <1.0>	2.7～3.1 <2.8>
2025年度	1.0～1.2 <1.0>	1.6～1.9 <1.8>
10月時点の見通し	0.8～1.2 <1.0>	1.6～2.0 <1.7>

(注)◇内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

裁も会見でこのフレーズを繰り返しており、円買いの契機にもなっている。既に市場期待の織り込みが済んでいることも踏まえれば、「4 月の展望レポートでマイナス金利解除」は依然本命と考えても差し支えないだろう。金融市場が春闘(集中回答日は 3 月中旬)やそれに付随する中小企業の結果を咀嚼できて、金融機関としても決算期末への影響が避けられるという意味で 3 月ではなく「4 月の展望レポート公表時」は合理的な予想ではある。本欄では 5 月の多角的レビューも経た上で、6 月ないし 7 月の会合がマイナス金利解除時期として相応しいと考えているが、あと半年も待てば CPI は明確に+2%を割り込んでしまう。少なくとも CPI が着実に切り下がる中、「持続的な物価上昇が実現した」と言い切るならば、早い方が良いのは間違いない。達観すれば 4~6 月期中にマイナス金利解除というシナリオを持っておけば、大きく外すことは無いという状況と考えておきたい。

～3 月も排除されず～

なお、4 月ですら遅いという見方も徐々に勢いを得つつある。会見で 3 月会合までの判断材料を問われた総裁は「賃金あるいは経済、物価周りのデータもある程度出てくる。さらに 2 か月ほどあるので、様々なヒアリング情報も入手できる」と述べている。これを額面通り受け止めれば、3 月解除も排除はできない。賃金動向に関して言えば、3 月は春闘集中回答日を経て行われる会合ゆえ、3 月会合後に明らかになる中小企業動向は見切り発車でも評価できるという読みはあり得る。過去を振り返れば、大きな政策修正にあたっては展望レポートという説明装置抜きにして情報発信することが難しかったため、必然的に 1・4・7・10 月が重要会合になりやすいという傾向はあったし、市場もそのように期待することが多かった。だが、「見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」と述べた以上、確度が「さらに高まっている」もしくは「高まった」と結論付けられれば、展望レポートを待つ必要はない。量的緩和解除は 2006 年 3 月、展望レポートを待たずに決断されている。

また、政治的な視点から 3 月を推す解説も増えている。実質的には異次元緩和の生みの親と言っても良い自民党安倍派に配慮しつつ、思い切った政策正常化が難しいという観測も常々あった。しかし、安倍派(を筆頭に諸派閥)が政治資金問題で解散を強いられる中、政治的配慮が正常化を阻むという考え方も後退している。4 月会合直後に国会議員の補欠選挙が相次ぐことも踏まえると、世論に影響しそうな利上げを決断する政策環境として決して適していないという見方もある。そもそも日銀の緩和路線が円安相場に寄与していることは疑いの余地がなく、その円安が国民生活において忌むべき対象になっている以上、政治的にも早く解除させたいという誘因はあり得る。

突き詰めれば、現実的に解除を目指す動機は「内外環境が許すうちにやりたい」に尽きるはずだ。国内的には CPI が下がる前に、政治情勢が混乱する前に、そして円安が社会問題となっているうちに…という思いが正常化の原動力となる。国外的には、FRB や ECB が利下げに踏み切る前に、という思いがやはり原動力になる。少なくとも CPI が+1.5%を切り、FRB や ECB が利下げ路線に突入するような状態でマイナス金利解除を決断するのは不可能ではないが、勇気が要るだろう。政治的な中立性に鑑みれば、国政選挙の時期も避けたいとなれば、3 月シナリオは残る。なお、仮に 3 月に解除を決定しなくとも 4 月が市場予想の中心である以上、3 月の情報発信が特別な意味を持つため、いずれにせよ 3 月会合はライブミーティングである。

～「不連続性」とは何か？～

また、今回、植田総裁は「現時点での経済・物価・金融見通しを前提とすると、大きな不連続性が発生するような政策運営は避けられる」と述べ、その後には「仮にマイナス金利を解除することになったとしても、極めて緩和的な金融環境が当面続く」と続けた。これをそのまま解釈すると「+10bp の利上げと共にマイナス金利解除に至っても、その後に連続的な利上げが始まるわけではない」という意図に見受けられる。海外市場中心としてマイナス金利解除を利上げ局面の号砲のように受け止めようとする向きは依然根強く、それらを意識したけん制と思われる。

また、不連続性というフレーズは「マイナス金利解除後も YCC を維持するか」という質問の回答にも使われており、「長期国債の買いオペについても出口の前後で大きな不連続性が発生することがなるべくないように金融政策を運営したい」と総裁は述べた。YCC の存廃に関し直接的な言質は与えていないものの、「マイナス金利を解除したからといって日銀の国債市場への介入が急になるわけではない」ことを示唆しているのだろう。この点は過去の本欄でも論じているが、形式上の YCC があろうとなかろうと、名目 GDP を超える国債を抱える以上、日本の国債市場は陰に陽に日銀の影響力が当分残ることになる。YCC がどうなるかはさておき、何らかの形でイールドカーブがコントロールされる状況はマイナス金利解除後も当然残る、というのが総裁発言の真意だと思われる。

～円安リスクとしてのマイナス金利解除見送り～

最後に恐れるべきリスクを注記しておきたい。それは本当にマイナス金利解除はできるのかという点だ。3 月にしても、4 月にしても、「春闘やこれに付随する中小企業の賃上げ行動が十分強い」という前提の上で解除時期を当てるゲームが展開されている。これは植田総裁がこれまで正常化の条件として連呼してきた「第 1 の力」から「第 2 の力」へのバトンタッチが確認できるという言い方にもなる。それは持続的な賃金上昇が持続的なサービス物価上昇として結実する構図を意味するわけだが、果たして、あと 3 か月でそこまでの見通しが作れるのだろうか。企業の賃金設定動向は確実に読めるものではなく、もっと言えば海外の経済・金融・政治情勢はさらに読めない。

こうした状況を踏まえ、既に昨年 12 月や 1 月を逃した時点で機を逸したという意見も一部にはある。可能性は高くないにしても、「解除できず」シナリオも現時点では排除できるものではない。例えば米シリコンバレー銀行破綻に伴い、にわかに FRB の大幅利下げ観測が浮上したのが昨年 3 月だ。そのような状況に至れば、日銀が正常化判断に踏み込むのは相当難しくなるだろう。最も恐れるべきはマイナス金利解除が既定路線となっているにもかかわらず、ドル/円相場は 148 円を突破しているという現状だろう。織り込んだ上でこの円安相場であると思えば、マイナス金利解除見送りは『中期為替相場見通し』にとってはかなり大きな円安リスクと考えるべきである。

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/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
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年・持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～)
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～
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～「最後の岩」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(貿易赤字国を迎える米利下げ～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」～