

みずほマーケット・トピック(2024 年 3 月 21 日)

「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～

日銀金融政策決定会合は事前報道通りにマイナス金利解除を筆頭とする引き締めを決定。会合前の本欄ではリークが続いた弊害として「噂で買って、事実で売り」という定石ではなく「噂で売って、事実でも売り」というコースに入った可能性がある」と警鐘と鳴らしていた。懸念は的中したと言わざるを得ず、ドル/円相場は一時年初来高値を更新した。故意にしろ、過失にしろ、事前に決定内容をリークしてしまえば、事前期待を超えることが義務になる。日本の実体経済情勢を踏まえれば、その義務はあまりにも重いものだった。今回の決定は総じて債券市場に優しい決定であり、その優しさが仇となって円相場における「事実で売り」を助長したのも間違いない。債券市場の攻撃に対して守りを厚くした代償として為替市場のそれに対しては守りが手薄になったとも言える。今後の注目点は政府のデフレ脱却宣言の行方に。デフレ脱却宣言には実質賃金のプラス転化が必要条件と思われるが、それは最速で夏になるだろう。しかし、あくまで一過性の動きに終わる可能性があり、政治的なハードルはかなり高いと考えたい。

～やはり「噂で売って、事実でも売り」だった～

注目された 18～19 日の日銀金融政策決定会合は①イールドカーブ・コントロール(YCC)の廃止、②無担保コールレートの誘導目標を▲0.1%から+0～0.1%程度へ引き上げ、③ETF・JREIT の購入停止という引き締め方向の決定を下した。日銀にとっては実に 17 年ぶりの利上げとなる。マイナス金利解除と共に注目されていた長期国債買い入れ規模の取り扱いに関しては当面は現状と同程度(月 6 兆円程度)で維持されることが決定されており、後述するように、この部分が今会合のタカ派色をかなり相殺したように感じられた。為替市場の反応もこの部分の影響が強いように思う。

細かい話をすれば、黒田日銀の「迷走の象徴」とも言える存在だった 3 層構造の付利金利が従来の 1 層構造に回帰したこと、今年 4～6 月の国債買い入れオペ(公開市場操作)の買い入れ予定額の上限が引き下げられたこと、無担保コールレートの変更が即日適用となったことなど注目点が多いが、全体として「金利を上げたいけど上げたくない」という日銀の複雑な胸中が透けて見え隠れし、そこを為替市場に突かれた印象は強い。

注目されたドル/円相場は利上げ決定後、年初来高値まで急騰している。筆者は会合前の本欄において、リークが続いた弊害として「噂で買って、事実で売り」という定石ではなく「噂で売って、事実でも売り(Sell the rumor, sell the fact)」というコースに入った可能性がある」と警鐘と鳴らした。懸念は完全に的中したと言わざるを得ない。故意にしろ、過失にしろ、事前に決定内容をリークしてしまえば、事前期待を超えることが義務になる。個人消費や生産に脆弱性を抱える日本の実体経済上を踏まえれば、その義務はあまりにも重いものだった。

～債券市場への優しさが仇に～

多くの市場参加者が感じている通り、今回の決定は債券市場に優しい決定であった。その優しさが仇となって円相場における「事実で売り」を助長したのは間違いない。反対に、利上げ決定後も長期金利はしっかり低下している。債券市場のアタックに対して守りを厚くした代償として為替市場のそれに対しては守りが手薄になった。今の日本経済は金利上昇か円安か、いずれかを我慢しなければいけないという二者択一を迫られているわけだが、現状は金利上昇を避ける代わりに円安を引き受けている状況にあると理解すべきである。

債券市場への優しさは長期国債の調節方針から確認できる。「これまでと概ね同程度の金額」で長期国債の買入れが継続され、長期金利急騰の局面では毎月の買入れ予定額にかかわらず、機動的に買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどが実施されることになっている。会合前の本欄でも議論した点だが、日銀が国債発行残高の半数を握る以上、形式的に YCC を廃止しても実質的に YCC は残存せざるを得ない。もちろん、6 兆円程度の買入れ額継続は来たるべきバランスシート縮小 (QT) が始まるまでの激変緩和措置という位置づけであろうし、それは買入れ予定額の上限が引き下げられている部分からも読み取れる。しかし、肝心の調節方針で「機動的に買入れ額の増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどが実施される」と約束されている以上、今回の決定はマイナス金利政策解除を除けば殆ど現状追認とも言える。周知の通り、合わせて廃止されたリスク性資産 (ETF・JREIT) の買入れは元々行われていない。

結局、こうした債券市場への手厚い優しさの代償として為替市場で期待された円安抑止の効果は必然的に削がれた。あくまでマイナス金利解除を本丸と見据え、その軟着陸を優先したからこそ決定直前までリークが重ねられたのかもしれないが、変動為替相場を採用している以上、金利上昇の抑止と円下落の放置はセットである。日銀も当然理解している点だろうが、金利上昇を甘受するだけの政治・経済的な体力は日本には無く、今回のような決定になるのは不可抗力でもある。

～テーマは金融政策からデフレ脱却宣言へ～

なお、今回は対外公表文において「現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩やかな金融環境が継続すると考えている」との一文が明記されている。これを額面通り受け止めれば、連続利上げは無いという話であり、今後はこのフォワードガイダンスを元にして金融市場は資産価格形成に努めていくことになる (厳密には中立金利が特定できない以上、「緩やかな金融環境」と利上げの関係は可変的だが、ここでは脇に置く)。しかし、このまま日銀の金融政策運営が風の常態に入るとしても、1 点気がかりな要素が残る。それは政府のデフレ脱却宣言の行方だ。

今回、マイナス金利解除決定が可能になった背景として春闘の第 1 回集計が 32 年ぶりの高水準となったことで政治的にも容認しやすくなったという事情は間違いなくあった。周知の通り、岸田政権は企業への賃上げ要請やこれを促すための税制に余念がない。だからこそ、マイナス金利解除に至った雇用・賃金環境の改善を政府・与党の政策効果の表れと喧伝したいはずであり、その象徴的な一手としてデフレ脱却宣言は有力候補ではあろう。

だが、筆者はデフレ脱却宣言はあるとしても年央以降で、基本的には難しいという立場である。理由は様々挙げられるが、マイナス金利解除とデフレ脱却宣言では意味するところが違い過ぎる。今回のマイナス金利解除について、それほど大きな世論の反発がなかったのは恐らく「円安抑止のためには致し方ない」という思惑もあったと思われるが、政府がデフレ脱却宣言を出すということは

景況感の明確な好転にお墨付きを与えるような印象を与えるだろう。

そもそもデフレが何を意味するかは経済主体によって異なる。政府や日銀にとっては消費者物価指数(CPI)の低迷だろう。企業や外国人投資家にとっては株価の低迷かもしれない。では、家計にとっては何だろうか。正しい答えは 1 つではないだろうが、やはり実質賃金の低迷だと筆者は考えている。これら経済主体によって感じ方が異なる「何となく景気が悪い状況」をデフレという言葉に押し込めて表現してきたのが「失われた 30 年」であるように思うし、それを一発逆転の妙手で打開できると喧伝したのがアベノミクスに化体したリフレ思想だ。

そのような仮定に基づいた場合、政府がデフレ脱却宣言を打ち出しても世論の反発に遭わないタイミングは実質賃金の低迷が打破されているタイミングである。この点、年内は CPI の低下傾向と名目賃金の上昇傾向が重なるため、実質賃金は最短で夏頃にはプラス転化するという見通しがある。解散総選挙がいつ行われてもおかしくないと言われる 2024 年だけに、実質賃金のプラス転化・デフレ脱却宣言・解散総選挙はセットで考えると良い事象だろう。

もっとも、以上のような政府・日銀の動き方を踏まえたところで、筆者の円相場見通しに影響はない。事前の情報発信に不味さがあったとはいえ、日銀がマイナス金利解除に至り、FOMC で 3 回利下げが完全に織り込まれてもドル/円相場は 150 円台にある(筆者はマイナス金利解除は押し目を作ってくれると思っていたが、事前のリーク合戦で円高材料として消耗され尽くしてしまったのは誤算だった)。結局、円相場の現状と展望を議論する上では「見るべきものは金利差ではなく需給」という過去 2 年以上にわたって本欄で強調してきた論点の妥当性が日々、浮き彫りになっていると言わざるを得ない。

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/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
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農産～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキープレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
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～外資性資産比率は「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～)