

みずほマーケット・トピック(2024 年 4 月 30 日)

日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク

日銀金融政策決定会合は金融政策の現状維持を決定。円安対策としての引き締めを期待した為替市場では円売りが加速し、対ドルで 160 円台まで急落した。現状は明らかに「投機的な円売りによって円安対策としての引き締めが催促される」という従前懸念されていた状況。ここで引き締めをすれば「円売りで催促すれば引き締めして貰える」という前例を作ることになるため、現状維持自体は適切と考えたい。中銀として「為替市場には付き合わない」という姿勢を見せることは基本であり、通貨防衛戦であれば尚のこと、それは当てはまる。今の日本経済の現状を日銀の言葉を借りて表現するならば「第一の力」が「第二の力」を食いつつあるような状況であり、それはスタグフレーションに近い。もはや「通貨防衛としての利上げ」というリスクシナリオが実現しているとすると、次は「財政ファイナンスを懸念した円売り」が視野に入る。既に年初来ではトルコリラよりも円の下落幅は大きくなっており、可能性は低くても念頭には置きたい展開。

～「為替市場には付き合わない」は基本～

4 月 25～26 日の日銀金融政策決定会合は金融政策の現状維持を決定した。事前に注目された国債購入規模の減額も決定されず、声明文も非常に簡素な元来の姿に戻った。円安対策としての金融引き締めを期待した為替市場では円売りが加速し、対ドル相場は週明け 160 円に到達している。その後、一時 154 円台まで急落するなど乱高下が見られているものの、為替介入の有無や詳細な金額については 5 月 31 日の「外国為替平衡操作の実施状況」まで分からない。目先は、本日夕方に公表される明日(5 月 1 日)分の日銀当座預金増減要因(財政等要因)と短資会社による予想(現状では約▲2 兆円の不足)の差額から判断することになる。

円安加速の引き金を引いたイベントとして先週 26 日の日銀金融政策決定会合を指摘する向きは多い。確かに、会合前後からの為替市場は明らかに「投機的な円売りによって円安対策としての引き締めが催促される」という状況に直面しており、本欄で懸念していた通りの展開になっている。今回、批判こそあるものの、現状維持で突っぱねたこと自体、筆者は支持したいと思う。ここで引き締めをすれば「円売りで催促すれば引き締めして貰える」という前例を作ることになる。投機的な円売りを行う者にとって最高の利益確定機会であり、必ず 6 月会合でもリピートされるだろう。その逆パターンで散々苦しめられた白川体制の前例を踏まえれば、ほぼ間違いなくそうなるはずだ。

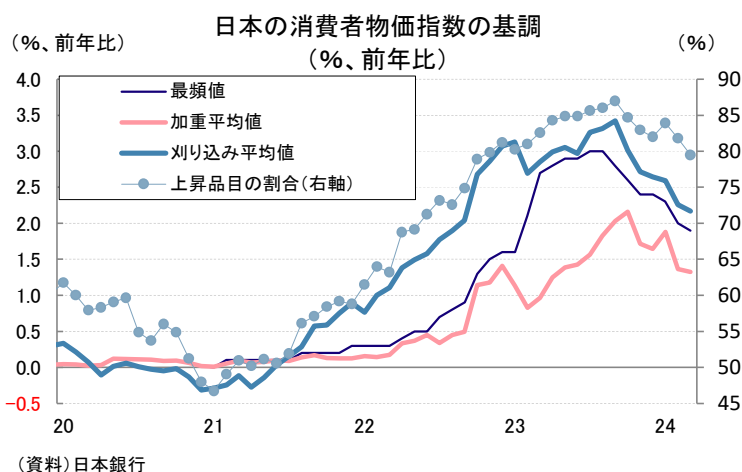
もちろん、このままの状況で 6 月会合を迎えても同じような円売り地合いに直面する可能性はある。実際、4 月会合後には既に 160 円まで加速している。だが、日本の連休中で流動性が細っていたところ、投機的な売り仕掛けも入り、値が飛びやすくなっていたという特殊な事情もあっただろう。ゴールデンウィークに為替変動が大きくなるのはこれまでも経験しているところではある。投機的且つ過度な為替変動であれば、再三財務省から情報発信されている通り、為替介入の対象として処理する筋合いにある(今回がそうだったかはまだ分からない)。

いずれにせよ毎会合のように利上げを引き出されれば日本経済は持たないのだから、スルーで

きる時にはスルーした方が良く、助け船(端的に FRB の利下げなど)が来るまで凌ぐしかない。「それは他力本願ではないか」と言われることがあるものの、そもそも変動為替相場制とは米国の通貨・金融政策を基軸とする他力相場が本質である。他力本願であること自体、特に恥ではなく、また、それは日本に限ったことでもない。上手く時間稼ぎしつつ、無駄な戦いでカードを浪費することがないように立ち回ることが期待される。中央銀行として「為替市場には付き合わない」という姿勢を見せることは基本であり、それが実弾の限られている通貨防衛戦であれば尚のこと推奨される。

～現状維持の理由～

円安の喧騒の中で市場は聞く耳を持たないといった機運が支配的だが、現状維持の理由も相応にあったように思える。植田日銀総裁は「円安で(一時的な変動要因を取り除いた)基調的な物価上昇率に無視できない影響が発生すれば政策の判断材料になる」と述べている。今回の会見では最近の円安について「基調的な物価上昇率への大きな影響はないと判断した」と述べており、これが現状維持の理由だ



という説明があった(そしてこの部分が円売りを加速させたという声は多い)。もっとも、「基調的な物価上昇率」の定義は明らかにされていないため、市場参加者は何をもってこれを判断すべきかは分からない。真つ当に考えれば、日銀が月に1回公表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」が判断材料になる。確かに、図に示すように、日銀が公表する各種の基調的な指標に照らせばモメンタムは確実に鈍化しているため、利上げ見送りは妥当な情勢とも読める。

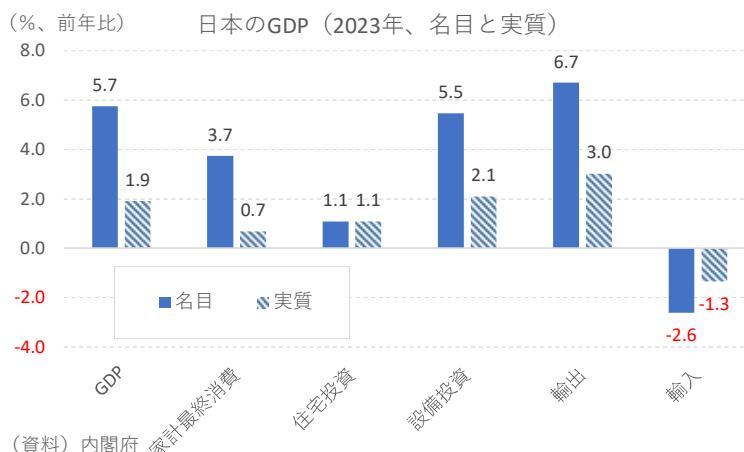
だが、ほかにも市場ベースや調査ベースのインフレ期待を含め想定される計数は多種多様にある。例えば、今この時点で「生活意識に関するアンケート調査」を取れば、確実に円安経由の悪い物価上昇への懸念が際立つだろう。「次の一手」を予想する立場からすれば、例えば「消費者物価指数(CPI)の刈り込み平均などでは明らかに上向いているが、市場ベースのインフレ期待が付いてきていない」といったような状況をどう判断すべきなのか確信は持てない。しかし、今回の日銀の判断について、現状維持を決める真つ当な材料があったことも事実と思える。繰り返しになるが「円安になっているから」という理由だけで金融政策を決定する為替隷属的な姿勢に筆者は同意しかねる。

～来たるべき「利上げの方便」～

とはいえ、今後の円売りペースによっては現状維持を貫くにも限度はあるだろう。その際、どういった方便が用いられるのか。円安を直接的な理由として用いることは難しい。恐らく、植田体制発足以降で連呼されている「第一の力」、「第二の力」といったフレーズに照らして考えるのが分かりやすいはずである。周知の通り、「第一の力」は円安や資源高などのショックを反映して輸入物価が上昇し、それが国内物価に波及する段階、「第二の力」はそれが賃金を押し上げ、値上げと相まった好

循環が進展する段階を指している。

現在の日銀による診断は「第一の力」で止まっており、「第二の力」に及んでいない(ゆえに現状維持)というものだ。しかし、現状、「第一の力」は円安と原油高によってこの上なく強まっている。その結果、家計の実質所得環境などが劣化し、成長率の名実格差として現れている。これは昨年 10～12 月期 GDP でも確認した通りである(図)。「名目成長率 > 実質成長率」はデフレではない普

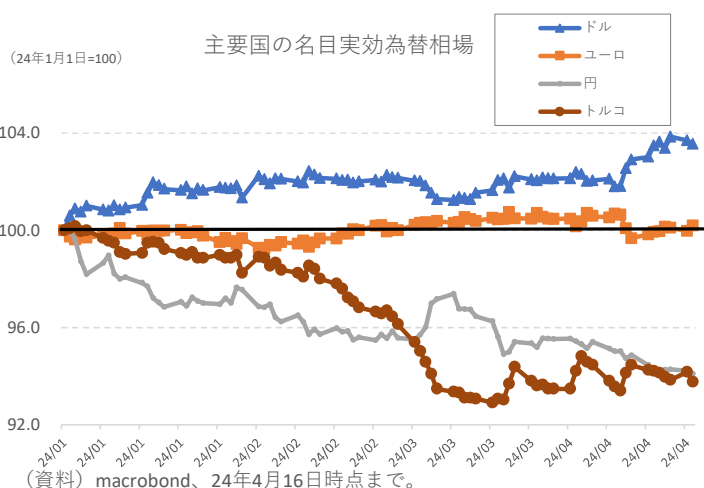


通の経済状態の象徴ではあるが、その乖離が大きくなり過ぎればいわゆるスタグフレーションに至る。言い換えれば「第一の力」が「第二の力」を食ってしまっている状況がスタグフレーションである。スタグフレーションに至る過程では実質個人消費が弱まる段階を経るので、その時点では「利上げが難しい」という判断になる。恐らく現状はこの段階にある。

この状況からインフレが落ち着き、名実ともに低成長に収束する「普通の停滞」に至れば現状維持でやり過ごすことができる。しかし、円安・資源高が収まらずスタグフレーションが現実味を帯びればやはり望まぬ利上げに追い込まれる可能性は高まる。その際、スタグフレーションという言葉を使わずに決断するならば「円安による実質個人消費の低迷に対処するため、利上げによって日米金利差縮小を企図した」といった方便はあるかもしれない。しかし、どう取り繕ってもこれは為替に隷属した金融政策であり、実質的には通貨政策である。

～次のリスクは財政ファイナンスのテーマ化～

いずれにせよ、現在経験しているのは「通貨防衛としての利上げはあるか」という 10 余年前では想像だにできなかった苦境である。今後、警戒を要すべき展開は財政ファイナンスがテーマ化することであろう。現状の円安は長引く低金利や国際収支構造の変容といった理由が持ち出されており、世界最悪の政府債務はまだ主なテーマにはなっていない。しかし、仮にそこに投機筋のテーマが移れば、さらに大変な状況に陥る。国際収支構造はともかく、そもそも長引く低金利の



理由が政府債務の利払い負担軽減ではないかという声は散見され始めている。別の機会に議論するが、事実、過去 3 年で政府の純債務は漸減傾向にある。円安とインフレを放置することで財政

再建が進むというシナリオは動き始めている可能性もある。もはや「通貨防衛としての利上げ」がリスクシナリオとして実現している」とすると、次は「財政ファイナンスを懸念した円売り」がリスクシナリオとして視野に入る。既に年初来ではトルコリラよりも下落幅が大きくなってしまった今、可能性は低くても念頭には置くべき展開である。

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4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
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～
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～涉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奴～
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」がキーフレーズ～)
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」に進む円の独歩安～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