

みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 14 日)

通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～

日銀による国債買い入れオペ減額が注目されている。利上げや円買い為替介入(と思しき動き)に続いて「量」に関する引き締め過程に入ったという意味では注目される展開。おりしも、岸田・植田会談が日銀による円安けん制の前振れとして憶測を呼んでいた状況であり、6 月以降の会合に関し、引き締め期待は一段と強まっている。今も昔も日銀の金融政策が通貨政策化し、「為替との戦い」を強いられる状況は共通しているが、たった 10 余年でその方向が 180 度変わったことは驚きを禁じ得ない。なお、「金利は低くしたいが、円が安いのは困る」という状況は国際金融のトリレンマに照らして元々まかり通らない。いよいよ円安の受け入れが難しくなったところで「金利上昇も多少は受け入れる」という姿勢を明示し始めたのが 2024 年である。だが、需給構造の変容も踏まえれば、円安反転のために必要とされる利上げが「多少」で済むのか。現状では 6 月再利上げを期待する声は強くなっており、仮にそれを乗り切っても 7 月利上げは不可避の情勢。財政ファイナンスがテーマ化され円建て資産がトリプル安になる展開を懸念。

～利上げ、介入そして量的引き締め～

昨日は日銀による定例の国債買い入れオペ(残存期間「5 年超 10 年以下」)に関し、買い入れ予定額が前回 4 月 24 日の 4750 億円から 4250 億円へ▲500 億円減額されたことが話題となった。3 月に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)を解除して以降で初の買い入れ減額であり、これを受けて新発 10 年物国債の利回りは一時 0.940%と、2023 年 11 月以来およそ 6 か月ぶりの高水準まで高まり、一時、円高・ドル安が進む場面も見られた。円高の動きは持続力に欠けるものではあったが、利上げや円買い為替介入(と思しき動き)に続いて「量」についても引き締め過程に入ったという意味では注目される動きだ。もちろん、4 月以降の「5 年超 10 年以下」の買い入れ予定額は「4000 億～5500 億円」という幅で示されていたゆえ、日銀としては「影響が無いと判断したから減額した」という主張になろうが、円安抑制を企図した判断と解釈するのが妥当だろう。

おりしも、先週 7 日には岸田首相が海外歴訪から戻って早々に植田日銀総裁との意見交換が持たれ、「最近の円安を政策運営上、十分注視していく」、「円安は経済物価に潜在的影響を与えうる」といった総裁発言が注目を集めたばかりである。明らかに 4 月 26 日会合の総裁会見が円安容認と批判されたことからの姿勢転換と読めるものであった。その思惑が燦々している中での買い入れ減額であり、日銀の金融政策運営において円安に対する問題意識が高まっている状況が透ける。

～通貨政策化は日銀の歴史～

通貨安が一般物価に影響を与えるのは間違いなく、今の日本経済がその渦中にあることも疑いようがない。この点を指摘すると「企業は増収増益傾向にある」と持ち出す向きがあるが、誤解を恐れずに言えば、企業の好業績と家計の景況感悪化は併存するので、実質所得環境の悪化に喘ぐ家計部門にとっては何の慰めにもならない。今の日本において円安は優勝劣敗を徹底する相場現

象であり、格差拡大の起点となり得る厄介な代物である。もちろん、それでも「円安は日本経済全体にとってプラス」という黒田元日銀総裁が連呼した事実は GDP の押し上げという 1 点に関しては認められる局面もあり得るが、基本的に円安を善悪二元論で語ることは適切ではない。最終的には分配の問題に帰着する議論であり、拙著『強い円』はどこへ行ったのか」でもこの点は主張してきた。これ以上の議論は別の機会に譲るが、まずは円安が家計部門を中心とする大多数の日本国民に忌避されている以上、円安は政治的に許容されず、また、日銀もこれと歩調を合わせることが求められる政策環境にあることは知っておきたい。

歴史的に日銀が金融緩和に踏み込んできたのは円高・株安が進んでいる局面であり、それは米国が利下げ局面にあることが多かった。こうした状況はあたかも日銀の金融政策が米金利 (FRB の金融政策) を念頭に置いた通貨政策と化しているような状況であった。現在に目を移せば、円高防止ではなく円安防止を念頭に置いて通貨政策化が進むような構図にある。わずか 10 年余りで通貨政策化の方向が 180 度変わったことは驚きだが、今も昔も日本経済の最大の関心事として為替動向が鎮座している事実は共通する。2008 年から 2012 年にかけて白川体制の日銀は「為替との戦い」と苦心惨憺したが、2013 年以降は同様の場面を経験することなく時が経過してきた。

～為替への異常な執着、再び始まる「為替との戦い」～

しかし、ここにきて日銀の「為替との戦い」は再び注目されつつある。現状、日銀の政策運営において、為替が最大の説明変数になっていることは確かだろう。過去に行天豊雄・元財務官が日本経済新聞の経済教室¹で「先進国の中で日本ほど自国通貨の為替相場に一喜一憂する国はない。率直に言って異常である」と執筆していたことを筆者は鮮明に覚えているが、その状況は今も全く変わっていないし、変わる兆候も全くない。現在の日本では政治・経済・社会が円相場の一挙一動に注目しており、ここに対する政策資源の投入に関しては容易に正当化されやすい雰囲気が強まっている。金利上昇に耐性の無い日本でも、利上げ已む無しの空気は強まっている。

そもそも「金利は低くしたいが、円が安いのは困る」という状況は国際金融のトリレンマに照らしてまかり通るものではない(図)。「金利上昇を受け入れるか、円安を受け入れるか」という二者択一を迫られつつ、何とか誤魔化しながら円安を受け入れてきたのが過去 2 年間の日本

国際金融のトリレンマ

	政策目的	採用国の例			
		米国	日本	ユーロ圏、香港など	中国など
①	独立した金融政策	○	△～○	×	△～○(※)
②	自由な資本移動	○	○	○	×
③	安定した為替相場	×	△～○	○	△～○

(資料)筆者作成 ※但し、中国は國務院の指導の下での政策運営となる。

だった。表で言えば、①と③にまつわる相互矛盾を何とか維持してきたわけだが、2024 年に入り、いよいよ円安の受け入れが難しくなったところで「金利上昇も多少は受け入れる」という姿勢を明示し始めた状況と言える。とはいえ、米国の利下げが想定以上に進まず、需給環境についても際立った円買い超過が確保されていない中、利上げについて「多少は受け入れる」程度の姿勢でどれほど円安を押し返すことができるのか。これまで繰り返し論じてきたように、需給構造の変容も踏まえれば、円安反転のために必要とされる利上げが「多少」で済むかどうかは不透明である。

¹ 日本経済新聞「円相場と日本経済 (上) 脱『為替』経済へ構造転換を」行天豊雄 2014 年 10 月 29 日

～浮上する6月再利上げ～

先週の岸田首相との会談後、植田総裁は「今後基調的物価情勢にどういふ影響があるかみていく」と述べていた。その事実と今回の買いオペ減額決定を合わせ見れば、必然的に6月14日会合での再利上げ期待はどうしても高まる。仮に6月の追加利上げが無かったとしても、円安容認と受け止められた4月と同じ轍は踏まないように、植田総裁は円安けん制を意図したタカ派色の強い会見を心がけるだろう。とはいえ、「会見はタカ派、運営はハト派」は通らない。6月を現状維持で乗り切っても、7月の展望レポート会合ではまた投機の円売りが引き締めを催促するはずだ。

～財政ファイナンスのテーマ化が最悪のシナリオ～

白川時代に経験したような「為替との戦い」が10年以上ぶりに始まってしまったのだとすれば、今後は漸次的に利上げが重ねられる可能性が高い。その後、ある程度の利上げ幅が溜まってくれば、今度は政府債務の利払い増加にまつわる様々な試算が跋扈するだろう。その時、財政ファイナンスがテーマ視されるような状況になることが、為替に限らず、債券や株も含めた円建て資産全般に懸念されるリスクシナリオである。最近、円安になるほど株が売られるという動きがみられているのは、「①円安→②利上げ→③株安」という連想が働いているからだ。財政ファイナンスがテーマ視される状況では②の予想が極端に引き上げられ、円金利の急騰と政府債務の利払い不安が相互連関的に起きやすくなる。そのような状況では日本株も円も売られるだろう（要するにトリプル安が続く）。もちろん、リスクシナリオの範疇にある展開だが、その可能性が徐々に高まっている印象はある。

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/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5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
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
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」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「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～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」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～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナベル発言の読み方～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目玉実効相場(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～)