

みずほマーケット・トピック(2024 年 6 月 17 日)

日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～

日銀は先週 14 日に開催した金融政策決定会合で、政策金利の現状維持を決定した。事前報道で注目された量的引き締め(QT)は方針自体が決定されているものの、具体的な金額や時間軸は 7 月 30～31 日の会合で詰めるという情報発信にとどまっている。利上げに対する言及もなく、QT 決定も先送りということで為替市場の初期反応は円売りだった。展望レポートも兼ねた 7 月会合への期待値は否応なしに上がらざるを得ない。現状の日銀が 7 月会合で「失望の円売り」を回避するためには「利上げ」と「『相応の規模』の輪番減額」の 2 つが求められる。日銀が現状の悪循環を脱するにあたっては、FRB との疑似的な政策協調を演出するほかないだろう。端的には「FRB に合わせて日銀が動く」ということを意識することだ。それはもはや通貨政策だが、今次局面で最大まで膨れている投機の円の売り持ちを解消させるには戦術的に有効な目線。

～正論も為替市場に届かず～

日銀は先週 14 日に開催した金融政策決定会合で、政策金利である無担保コール翌日物金利の誘導目標を 0～0.1%程度で現状維持とする決定を下した。事前報道で注目された長期国債の買い入れ減額、いわゆる量的引き締め(QT)に関しては方針自体が決定されているものの、具体的な金額や時間軸は 7 月 30～31 日の会合で詰めるという情報発信にとどまっている。利上げに対する言及もなく、QT 決定も先送りということで為替市場の初期反応は円売りで反応している。後述するように、展望レポートも兼ねた 7 月会合への期待値は否応なしに上がらざるを得ない。

もっとも、日銀が能動的に出せるカードが決して多くない中、ECB が見せるような予告型の運営で時間を稼ぐという一手は賢明にも思える。もちろん、植田日銀総裁が言うように、「望ましい国債保有残高とか(それに対応する)超過準備の水準に到達するまでにはかなりの時間がかかる」というのが実情であり、時間稼ぎの意図はなかつただろう。しかし、今回何かを決めたところで為替市場はどの道、因縁をつけて円売りを進めるのだから、小刻みに事を進めるが吉である。

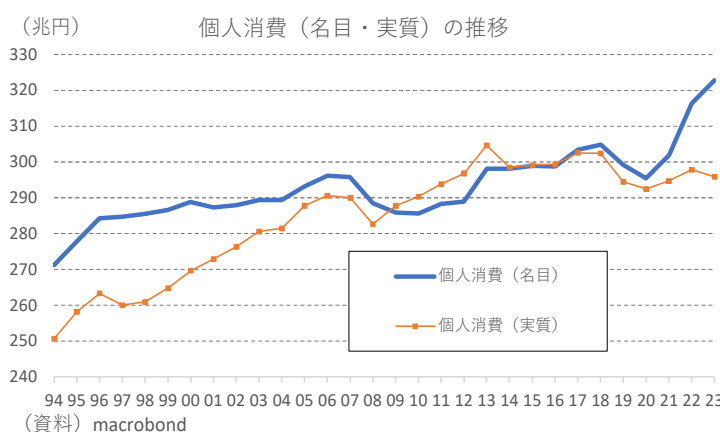
今回、声明文発表直後こそ円安は進んだものの、円安容認と受け止められた前回の反省が活かされ、総裁会見では慎重な物言いに終始し、ダメージ(円安進行)は最小限に抑えられた。難しい状況下、評価される立ち回りだったと考えたい。そもそも黒田前体制が「市場との対話」を頭から拒否し、無慈悲に国債購入を重ねてきた運営が各所に摩擦をもたらしてきたという経緯がある。これに対し、今回は「債券市場参加者会合」まで設けた上で慎重に進めようという話である。円金利の安定を考えれば評価されこそすれ、批判される筋合いはないだろう。とはいえ、そのような正論は直情的な為替市場に通用しない。植田総裁は「(方針決定が)短期的に 1 か月、2 か月後先になること自体のコストはそれほどない」と述べるものの、7 月会合が終わるまで、円売りに耐える時間帯はどうしても予想せざるを得ない。それが先送りの「コスト」になる。前回の為替介入より手前のレンジである 155～160 円で耐えられている間は、ぎりぎり「耐えられる」という判断は理解できる。

～次回のハードルは「利上げ」と『相応の規模』の輪番減額～

かねて本欄では懸念していた状況だが、今や日銀金融政策決定会合は完全に円売りイベントと化してしまった。起こり得る展開は常に「現状維持であれば失望で円売り。追加引き締めでも催促的に円売り」という二者択一となっている。これはリーマンショック後の金融危機や欧州債務危機の最中で白川日銀が嵌まっていた「円高→追加緩和」のループそのものである。日銀がいくら利上げを重ねても政策金利が FF 金利に肉薄することは難しいのだから、日米金利差の大きさを理由とする円売りは止まりようがない。「何を出しても円売りになる」という意味で現状の円売りは因縁に近い。

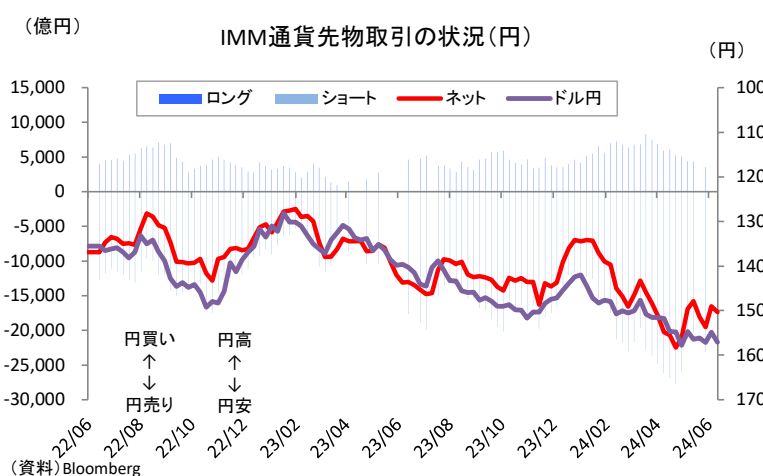
差し迫った問題としては、今回先送りしたことで 7 月会合の期待値が上がってしまったという事実は無視できない。内田副総裁による「This is different」講演以降、7 月は「展望レポートと共に利上げ」という予想が強まっていた。それを合わせ見れば、現状の日銀が 7 月会合で「失望の円売り」を回避するためには「利上げ」と『相応の規模』の輪番減額の 2 つが求められる。果たしてこのハードルをしっかりと超えられるのかどうか。欧米が夏季休暇に入る前、最後にして最大の注目点である。

なお、「相応の規模」とは植田総裁の言葉だが、月間購入額は現行の方針で 6 兆円程度、5 月の実績が 4.5 兆円程度まで落ち込んでいる。ここから「相応の規模」の減額を見込むとなると、3～4 兆円というのが 1 つの市場目線になるだろうか。債券市場参加者会合を経た情報発信に注目したい。片や、利上げについてはスタグフレーションの色合いが強まっている日本経済の状況に照らして、どのような理屈を持ち出すのかも注目したい。例えば個人消費 1 つ取ってみても、名目と実質の乖離がかなりはっきりしてきている(図)。市場が当然視するほど利上げの難易度が低い状況とは言えない。



～円安修正のための戦術的目線:FRB と合わせる意識～

日銀が現状の悪循環から脱するにあたっては、FRB との疑似的な政策協調を演出するほかないだろう。端的には「FRB に合わせて日銀が動く」ということを意識することだ。4 月末から 5 月初頭にかけての円買い為替介入でピークアウトしたとはいえ、現状の為替市場では投機的な円の売り持ち高が今次局面における最高水準で推移している。常に利益確定のための口実を探している状況と言って差し支えない。この点、日米両極から対照的な政策決定がなされれば、最高の口実になるはず



である。幸いにして、ようやく FRB の利下げ可能性も視野に入ってきたところであり、最速 9 月着手という声もあがっている。7 月 FOMC が 9 月利下げを予告するような内容で、尚且つ日銀が「利上げ」と「まとまった幅の輪番減額」という条件をしっかりと果たせば、投機的なポジションの解消に寄与する可能性は高い。それを金融政策と呼ぶかどうかは別の話だが(どう考えても通貨政策だが)、円安抑制のために FRB の政策運営と歩調を合わせることは戦術的には有効な状況と言える。

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6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか?～収益率で考える未来～
2024年6月4日	取えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
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」～
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」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	ユーロ圏の賃金・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～繰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～