

みずほマーケット・トピック(2015年12月21日)

## 日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～

先週 18 日の日銀金融政策決定会合は現状政策の維持を決定したものの、量的・質的金融緩和 (QQE)に関する補完措置を導入することも決定。黒田日銀総裁は追加緩和ではないと繰り返し主張しているが、市場では「単なる補完措置」と「実質的な緩和」という双方の指摘が混在しており、準緩和ないし昨年ハロウィン緩和 (QQE2) に続くという意味でさしずめ QQE2.5 といった印象を受ける。タイミング的には米利上げ直後且つ (新型の) 展望レポート直前といった時期であり、「円安の糊代を確保しつつ 1 月の緩和観測をけん制する」との思惑があったのではないかと邪推したくなる。今回の決定は政治的にも、技術的にも、そして内部的にも、追加緩和を巡る政策環境が窮屈なものになっている現状を示しているだろう。とはいえ、一連の補完措置による「環境整備」が本当の QQE3 への布石であることも否めず、2016 年における円安リスクが拡大したのは確か。

### ～補完措置を巡る乱高下～

先週 18 日の日銀金融政策決定会合はマネタリーベースを年間約 80 兆円に相当するペースで増加させる現状政策の維持を決定したものの (同決定は賛成 8、反対 1)、現行の量的・質的金融緩和 (QQE) に関する補完措置を導入することも決定された。

補完措置で注目されるのは①長期国債の買入れにおける平均残存期間を年内は 7～10 年程度、2016 年からは 7～12 年程度とすること、②上場投資信託 (ETF) および不動産投資信託 (REIT) の購入上限額を引き上げること (但し、REIT については保有比率の引き上げであり総額は変わらず) の 2 点だが、後述するように公式には政府路線に対するバックアップ並びに QQE の技術的調整という側面から発表が行われている。これら資産購入に関する補完措置は賛成 6、反対 3 での決定である (石田、佐藤、木内の 3 委員が反対)。あくまで「金融緩和をしっかりと継続し、物価目標の早期実現に必要なと判断した場合に迅速に調整するための措置 (黒田日銀総裁)」であって、「経済・物価見通しの下振れに対応する追加緩和ではない (同)」という建付けだが、発表直後のドル/円相場は 123.59 円まで急騰、日経平均株価も一時前日比 +500 円超の 19800 円台まで上昇した。その後、あくまでも補完措置 (追加緩和ではない) との咀嚼が進むに伴って、為替及び株共に反転し、ドル/円は一時 121.07 円まで下落、日経平均株価も 19000 円割れで引けている。市場の受け止めを見ても「単なる補完措置」と「実質的な緩和」という双方の指摘が混在しており、準緩和ないし昨年のハロウィン緩和 (QQE2) に続くという意味でさしずめ QQE2.5 といった印象を受ける。タイミング的には米利上げ直後且つ (新型の) 展望レポート直前といった時期であり、「円安の糊代を確保しつつ 1 月の緩和観測をけん制する」という思いがあったのではないかと邪推してしまう。

### ～補完措置は大別して 2 つ～

補完措置は大別して、(1)「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート」と(2)

「QQE の円滑な遂行のための措置」に分かれる。

まず、(1)はETF購入枠の拡大、成長基盤強化支援資金供給(以下成長基盤オペ)の拡充、貸出支援基金等の受付延長から構成される。まず、ETFの購入枠拡大に関しては、現在の年間約3兆円の購入に加え、新たに年間約3000億円の枠を設けるとされるが、対象は「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETFとなる。また、成長基盤オペの拡充に関しても「適格投融資として、現在の18項目に、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を追加する」とある。なお、成長基盤オペを含む、貸出支援基金の受付期間は1年間延長される。この内、成長基盤オペ拡充と受付期間延長は全員一致での決定だが、上述したようにETF購入枠の拡大は3票の反対が入っている。最高益の記録が続きながらも一向に盛り上がらない設備投資、賃上げの機運について政府・日銀がやや苛立ちを覚え始めている状況下、今回の決定からは沈滞ムードを打開しようとする意欲が透けて見える(もちろん、これらの一手で企業の消費・投資意欲が即座に刺激されるほど話は簡単ではない)。

次に(2)は従前より存在するQQEにまつわる技術的限界を払拭しようとするものである。既にQQEの継続を受けて、短中期ゾーンにおけるマイナス金利定着、これに付随するドル/円のベーススワップ拡大など、その副作用は徐々に債券市場の外でも耳目を集め始めており、何らかの対応は不可避と考えられていた。具体的に(2)の措置は適格担保対象範囲の拡充、購入対象国債のデュレーション長期化、J-REITの購入限度額引き上げから構成される。

適格担保を拡充する意図はQQE継続によって金融機関の保有する国債を主体とする適格担保が品薄になっている現状を変化させようとするものである。今後は同措置によって膨大な残高を有する住宅ローン債権などが適格担保に加わることになる。また、現行の購入ペースが続いた場合、デュレーションを「7～10年程度」に抑えることが難しいことは常々指摘されていたが、今回の措置を経て「7～12年程度」へ目線が広がったことで購入に係るハードルは下がることになる。要するに適格担保範囲の拡大により金融機関は国債を手放しやすくなり、デュレーション長期化により日銀は国債をさらに購入しやすくなる。市場に存在する国債を「吸い尽くす」かの如き補完措置である。

なお、J-REITの購入限度額引き上げに関しては、現在、当該銘柄の発行済投資口の総数の「5%以内」としていたものを「10%以内」に引き上げることになる。従来、「5%以内」としていた背景には自身の手口情報を含む大量保有報告書の提出義務<sup>1</sup>を回避することで、市場へ誤ったシグナルを送らないようにする意図があったが、今回の補完措置によりそういった市場機能への配慮を捨て去ったことになる。もちろん、購入金額の上限が引き上げられたETFに対してJ-REITは年900億円の上限金額自体は据え置きであるため、価格への効果は中立的との見方もある。しかし、上記のデュレーション長期化措置によって長期ゾーンの国債利回りが抑制されることと併せ見れば、REIT市場の投資妙味が相対的に増す可能性は十分考えられる。

## ～窮屈な政策環境の裏返し～

今回の補完措置は黒田総裁が如何にも嫌がりそうな「戦力の逐次投入」の色彩が強く、「どうしてしまったのか」との印象を持つ市場参加者も少なくない。中身を吟味する限り、今回の決定は文字通

<sup>1</sup> 日本の金融商品取引所に上場されている株券を発行している会社の株券等(株券のほかに新株予約権付社債券等も含まれます)や投資証券等(REIT等)を、5%を超えて保有(引渡請求権等を有する場合も含まれます)したときは、大量保有者となった日から5営業日以内に提出が必要になる。(資料)財務省関東財務局。

り、現行の QQE を補完するものであってそれ以上でもそれ以下でもない。追加緩和ではないのだから、失望云々を指摘される覚えはない、というのが日銀の言い分かもしれない。しかも、デュレーションの長期化や J-REIT の購入限度額引き上げは追加緩和への環境整備ないし布石と見ることもでき、少なくとも株やドルを叩き売るような内容ではないとの思いも日銀にはあるだろう。だが、黒田体制下において決定された 2 回の緩和策があまりにも扇情的であり、しかもそうしたサプライズを起こすことを「売り」にしてきた経緯も踏まえれば、やはり「小手先の一手を打ってきた」と感じる向きが多くなるのは自然である。今回の措置は「来るべき追加緩和に向けた環境整備である」とのメッセージ性をより露骨に出していれば、市場の反応は違ったものになった可能性はあろう。もちろん、それでも中途半端さの払拭には至らなかったと思われる。そもそも黒田総裁の言うように「物価目標の早期実現に必要と判断した場合に迅速に調整するための措置」というのは分かり難い。早期実現を望むのであれば、追加緩和すれば良い話であり、環境整備に止まる理由はないはずである。結局、そこまで踏み込んだ決定ができないのは、やはり円安・物価高を追求する金融政策路線が実質所得改善を希求する政府の通貨政策路線と相容れないという事情があるからではないか。

また、こうした環境整備だけでも 3 票の反対票が入ったことは、委員会における追加緩和への意見集約が今後ますます難しいという事実を示している。今回、購入上限が引き上げられた ETF にしても、2002 年 11 月以降に日銀が購入した保有株式の売却(2016 年 4 月以降に再開)に伴う市場への影響を相殺する意図も含んでおり、ネットで見れば増額とは言い切れない面がある(大方の予想では売却開始自体を延期すると考えられていた)<sup>2</sup>。政治的にも、技術的にも、そして内部的にも、追加緩和を巡る政策環境が窮屈なものになっているのは厳然たる事実ということが窺える。

### ～為替への含意～

今回の決定は為替相場へどのような影響を持つか。直接的には、より長期の金利が押しつぶされることでイールドカーブのフラット化が進むことの影響を考えることになる。当然にして円安要因だが、元より限界的に国内金利が下がっているところに、FRB が利上げ局面に突入している状況という構図が大きく変わったわけではない。引き続き、ドル/円相場の行方は日本側の極小の金利変動ではなく米国側の金利が継続的に上昇していくかどうか依存することになるだろう。この点、筆者は引き続き米経済はドル高を徐々に重荷に感じるようになり、2016 年は 1～3 月期をピークとして円安・ドル高相場が反転する展開をメインシナリオに据えている。とはいえ、今回の環境整備が本当の QQE3 への布石であることは否めず、メインシナリオへのリスクは拡大したものと理解している。

以上

国際為替部  
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](mailto: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。

<sup>2</sup> 前日の 12 月 17 日の政策委員会において、保有株式の売却期間が従来予定されていた 5.5 年間から 10 年間に延長されたが、2016 年 4 月以降に売却が開始される方針自体は変更されなかった。

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定が替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イェレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファンリティア金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も…～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～「止まりそう」でない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレインードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な不安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測定に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価か実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の用途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～