

みずほマーケット・トピック(2016 年 2 月 1 日)

日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～

日銀は 28～29 日に開いた金融政策決定会合で、現行の量的・質的金融緩和(QQE)にマイナス金利を加えた「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を賛成 5、反対 4 の賛成多数で決定。「量」「質」「金利」の 3 次元からの緩和が強調されたが、「量」の拡大に目を瞑り、「金利」の引き下げに踏み切ったことは既存の資産買い入れが限界に達しつつあることの証左と受け止める見方が大勢。また、スキームが複雑化したことで黒田日銀の PR ポイントであった「分かりやすさ」も後退しており、「期待に働きかける」効用にも陰り。体面上の大義はどうあれ、マイナス金利政策が通貨安政策としての色合いを帯びることに疑いは無く、当面は円相場の理論的均衡値から乖離した安値状況が続きやすくなった。今回のポイントは緩和策が拡張可能性を備えたこと。言い換えれば、黒田日銀の政策運営はこれまでのような「一点博打買い」方式から「戦力の逐次投入」方式にシフトした可能性が高い。ドル/円相場見通しを考える上で、「日銀追加緩和なし」という前提にも再考が必要になってきそう。なお、人民元相場への影響は十分注視すべき。

～消えた「分かりやすさ」～

日銀は 28～29 日に開いた金融政策決定会合で、現行の量的・質的金融緩和(QQE)にマイナス金利を織り交ぜる「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を賛成 5、反対 4 の賛成多数で決定した。反対は白井さゆり審議委員、佐藤健裕審議委員、木内登英審議委員、石田浩二審議委員の 4 名。今後、日銀当座預金の一部には▲0.1%のマイナス金利が適用されることになる。マネタリーベース(MB)拡大による「量」、国債及びリスク資産購入による「質」、そしてマイナス金利による「金利」を 3 つの次元として金融緩和を進めていくことが謳われている。「量」「質」の部分に関しては既存方針が据え置かれ、引き続き年間約 80 兆円の MB 拡大が図られることになる。「量」の拡大に目を瞑り、「金利」の引き下げに踏み切ったことは、既存の資産買い入れが限界に達しつつあることの証左と受け止める見方が大勢である。

また、「量」に拘ることで売りにしてきた「分かりやすさ」も明らかに後退した。黒田日銀の QQE は旧体制である白川日銀の「分かり難さ」を否定し、「分かりやすさ」を PR することで誕生したレジームでもある。しかし、経済学上の限界概念を持ち出してまで当座預金を三層に分け、その副作用軽減を図ろうとする姿は、どう考えても市井の人々には分かり難い。専門家の目から見ても当該スキームは極めて精巧に作られた傑作との評価が目立つが、もはやそれは「分かりやすさ」とは対極にある。さらに既に各種解説で見られているように、「行き過ぎれば預金者への課金も有り得る」かのような言説は多く、長期的な視野に立てばそれが一定の事実でもある。そうした政策が果たしてインフレ期待の押し上げによってポジティブな効果を持つのかはまだ分からない。

～注目度が落ちている物価目標の達成時期～

なお、「展望レポート」と共に「2%」の物価目標達成時期は、昨年10月の「2016年度後半頃」から「2017年度前半頃」へ延期された(表)。3度目の延期は本来由々しき事態だが、未曾有の政策「手段」に注目が集まる中、物価「目標」の達成時期への注目度は明らかに低下しており、本末転倒の感も漂う。そもそも日経平均株価 17000 円、ドル/円相場 118 円台、日銀版コアインフレ率が 1% 近傍という状況は普通に考えれば追加緩和(しかもマイナス金利導入)を必要

日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2015年度	1.0～1.3 <1.1>	0.0～0.2 <0.1>	
10月時点の見通し	0.8～1.4 <1.2>	0.0～0.4 <0.1>	
2016年度	1.0～1.7 <1.5>	0.2～1.2 <0.8>	
10月時点の見通し	1.2～1.6 <1.4>	0.8～1.5 <1.4>	
2017年度	0.1～0.5 <0.3>	2.0～3.1 <2.8>	1.0～2.1 <1.8>
10月時点の見通し	0.1～0.5 <0.3>	2.5～3.4 <3.1>	1.2～2.1 <1.8>

(注) <>内は政策委員見通しの中央値。(資料) 日本銀行

としないし、実際に黒田総裁の直前の言動でも追加緩和は否定されていた。この点、「展望レポート」で強調されるように今回はあくまで「リスクが増大している」ことへの対応であって、基本シナリオに影響はないというのが日銀の立場と見られる。このロジックは 2014 年 10 月 31 日のハロウィン緩和時と酷似しており、要するに予防的緩和ということになりそうだが、これを予想できていたエコノミストは今回も少なかった(ブルームバーグ調査によれば、今回追加緩和を予想していたエコノミストは 17% である)。相変わらず黒田日銀の「市場との対話」が巧くいっているとは言えない。

～既に始まっている副作用～

今後、日銀当座預金は①基礎残高(付利+0.1%)、②マクロ加算残高(同 0%)、③政策金利残高(同▲0.1%)の三層に分かれ、異なる付利が適用される。①は従前の QQE で積み上げられた残高であり、具体的には「2015 年 1～12 月の積み期間における平均残高」に相当する(日銀公表文ではこれを「基準残高」と呼んでいる)。②は「所要準備+貸出支援基金・復興支援オペによる供給部分+マクロ加算額」で算出される。マクロ加算額は日銀のタイミングで適宜①に対して掛目を掛けることで求められるという。そして当座預金残高全体から①、②を控除して残った部分が③であり、ここに問題となるマイナス金利が課されることになる。当座預金を階層化する案は既にスイスで採用されており、12 月 3 日の ECB 理事会でも同案が採用されるのではないかと観測報道があった¹。それゆえ、手法自体は目新しいものではない。なお、②に貸出支援基金や復興支援オペが含まれているのは、マイナス金利がそれらのスキーム利用を阻害しないようにするためである。「量」の追求や金融機関収益への悪影響、マイナス金利幅の拡大余地など、予想される批判に関しては別紙において Q&A 方式で回答が与えられている。やはりポイントは日銀がマクロ加算額に対し設定する「掛け目」であり、これがマイナス金利の効き目を左右することになる。この点は続報が待たれる。

実体経済への効用に関しては、今後評価が定まってくるだろうが、現段階でマイナス金利が課される③はゼロであり、各階層を加重平均し、当座預金全体について算出される実効付利金利はプラスで維持されることになる。そのため巷で騒がれているようなマイナス金利の副作用(例.金融機

¹ 本欄 12 月 1 日号『ECB 理事会プレビューの補足～超日銀化現象～』をご参照下さい。

関利用者への課金など)は直ぐには顕現化しないというのが日銀の意図するところと思われる。だが、同発表を受けて即座に募集停止を告知するMMFも現れており、影響は早速出始めている。同スキームにおける国債購入は ECB とは異なりマイナス金利(▲0.1%)未満のものも対象になるため、短期はもちろん、中長期全体に亘って金利が大きく低下することは確実と見られる。銀行の対顧預金マイナス金利にはならないとの仮定に立てば、運用難が極まったところで、MMF 等に向かって資金が銀行部門へシフトする展開などが考えられる。だが、その仮定が永続的なものではないは言うまでもない。

～通貨安政策としての威力は証明済み～

体面上の大義はどうあれ、マイナス金利政策が通貨安政策としての色合いを強く帯びることに疑いは無く、実勢相場は早速円安・ドル高が加速している。FRB の利上げ路線が危うくなる中、円相場の理論的均衡値(実質実効為替レートや購買力平価など)から乖離した安値状況で維持するためには、正にこの一手しかなかったとも言える。もちろん、理論的に支持され得る均衡値に照らして過剰に割安な状態が長く続けば、いずれ訪れる反騰は相当大きなものになる懸念がある。断続的にマイナス金利を拡大していく限り、この反騰タイミングを後退させることは可能だが、その「ツケ」としての円高圧力も高まることになる。

図はユーロの名目実効相場である。2014 年 6 月に預金ファシリティ金利を初めてマイナス化してから 9 か月間でユーロ相場は▲13%下がり、足許(1 月 26 日時点)でも▲10%弱も下落したままである。この間、FRB が順当に正常化プロセスを進めてきたという背景も無視できないが、「通貨安政策としてのマイナス金利」の威力は証明済みである。ユーロ圏の証券投資統計を見れば、明らかに



対内証券投資が細る一方で対外証券投資が加速する構図が見られており、マイナス金利を介したポートフォリオ・リバランス効果が生じているように見受けられる。今後の円相場もある程度は同様の事態を想定すべきだろう。FRB が既に初回利上げを終え、2 回目以降の利上げに暗雲がたれ込め始めているという現状を踏まえれば、マイナス金利が為替相場にもたらす威力は減じられる可能性はあるが、それでも日銀が円相場を押し下げる強力なツールを手にしたことは間違いない。

～議論が尽きた「円安と実体経済」というテーマ～

ということは、結局、通貨安になることが実体経済にプラスかどうかという定番の問いに帰着する。正直言って、この議論はもはや尽きた。本欄でも、2013 年 4 月以降、繰り返し、「円安は日本経済の処方箋にはなり得ない」との趣旨で議論を展開してきた。直近では本欄 2016 年 1 月 21 号『円相場の

調整余地を探る～試される日銀～』においても、「あれほど円安が進んだ 2014 年暦年ないし年度の成長率はゼロないしマイナスだった。もはや『円安が実体経済にプラスか否か』の論争にはある程度の決着がついたと考えるべき」と述べた。円安発・輸入物価経由の一般物価上昇は家計部門の実質所得環境を毀損し、消費・投資意欲を奪う。企業収益が増えて税収もこれに応じて増えているのは「家計→企業→政府」という経路で所得移転が起きているイメージに等しい。現に GDP は成長しておらず、別の処方箋を検討する段階に入ったと言える。

また、金利低下による貸出増加など、伝統的な経路を期待する声もあるが、この点は反対した石田審議委員の「これ以上の国債のイールドカーブの低下が実体経済に大きな効果をもたらすとは判断されない」といった発言に尽きる。既に金利は限界的に低く、そのコストがさらに下がったからと言って借り入れ意欲を膨らませる経済主体が増えるとは思えない。貸出を供給する民間銀行からしても付利で失われた▲0.2%ポイント(+0.1→▲0.1%)を取り戻すために、これまで躊躇していた貸出案件にゴーサインを出すということもないだろう。

なお、「やっていなかったら(円安&低金利にしていなかったら)もっとひどいことになった」という声はある。もちろん、そうかもしれない。しかし、そうではないかもしれない。そもそも円安・株高相場が始まった 2012 年 11 月時点はちょうど欧州債務危機への不安がピークアウトし、FRB が正常化プロセスに着手しようとし始めていた時期と重なる。貿易赤字が定着する中で需給も明らかに円売り傾斜が始まっていた。黙っていても円安へ反転した可能性はあったのである。その政策を「やっていなかった」ケースのシミュレーションは誰にも出来ない。だから、政策を擁護する側の理屈は総じて強いのである。出口コストまでを含めた QQE の政策効果を熟慮しても尚、やらないよりは良かった、と断言できるだろうか。この点、出口コストの増大に繋がる「量」の追求から離れて、金利ルートに舵を切ったことは英断だったと言えるかもしれないが、既に述べたように、個人の資産運用においては影響が見られ始めているという事実もある。

～揺らぐ「追加緩和なし」の想定～

日銀の公表文及び黒田総裁自身が明言しているように、マイナス金利は「必要な場合、さらに引き下げる」との旨が明示されている。事実上、「量」ではなく「金利」で勝負する体制にシフトしたように見受けられる(とはいえ今後「量」の拡大がなくなったとは言えないが)。上述したように、当面はマイナス金利が課される部分の方が小さそうであり、マイナス金利が及ばない階層が大きく存在することになる。付利に関して一足飛びにマイナス圏まで飛び込んだことで、二の矢、三の矢が放ち易くなったことは間違いない。この拡張可能性こそが今回の政策を通じて日銀に生じた最大の変化だろう。言い換えれば、黒田日銀の政策運営はこれまでのような「一点博打買い」方式から「戦力の逐次投入」方式にシフトした可能性が高い。こうなってくると、ドル/円相場見通しを考える上で、「日銀追加緩和なし」という前提にも再考が必要になってきそう。2013 年 4 月、「戦力の逐次投入はしない」との名言で始まった QQE は、ここにきて明らかに逐次投入を念頭に入れ始めたように思われる。

重要なことは、日銀や ECB がいくら追加緩和をしても「中国経済に端を発する国際金融市場の混乱」が収束する話にはならないということである。要するに、年初来で起きている混乱を解決したのであれば、患部と処方箋がずれているとい印象を抱かざるを得ない。問題解決という意味では、むしろ、本欄で議論したように、逆の効果すら心配されよう。ECB の緩和予告と日銀の追加緩和に

よって人民元 NEER には上昇圧力がかかっている。これは後の大幅切り下げに繋がりがねない。そしてその決定を受けて再び国際金融市場は混乱に陥り、FRB の利上げ環境はより厳しくなる。今回の「劇薬」で目先の円高リスクは軽減されたが、後先のそれは増大したと思われる。

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

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。

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
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「瘦せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer!になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属属まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
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～後がない想定為替レート～
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」は軽ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエ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～預金ファシリティ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～止まりそうに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た始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナード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～皮肉な円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	物価測度に照らしたドル/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～株価が実質賃金か～
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～上値と下値の目途の考え方～)
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/円相場の見通し改定について【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～)