

みずほマーケット・トピック(2016 年 2 月 3 日)

円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利

マイナス金利導入による副作用が続々と明らかになる中、最も期待された円安・株高の流れも早速息切れを起こしている。本欄でも執拗に論じてきたように「中国経済減速とそれに伴う商品価格暴落」という巨大なテーマの前に当事者ではない中央銀行の一手は無力である。少なくとも現時点ではハロウィン緩和時に見られたような、世論をあげて追加緩和を礼賛しようという明るいムードはない。やはり「量を積み、貨幣量を増やすことで物価を上昇させる」という量的・質的金融緩和(QQE)の「圧倒的分かり易さ」に比較すれば三層構造化された当座預金の一部に付されるマイナス金利は分かり難く、それが今一つムードを変えるに至らない理由の1つかもしれない。欧米金融政策格差が最も拡大し得るタイミングでマイナス金利を導入した ECB に比べ、今回の日銀の決定はタイミングも悪かった。逆風に応戦する格好で導入した以上、威力は減じられて当然である。なお、制度設計面で見ても、ECB の政策と比べれば根本的に通貨安をもたらす威力は異なる。

～「期待への働きかけ」は発揮されず～

昨日の為替相場は円が上昇する展開。米原油在庫の増加観測を受けて原油価格が下落したことでリスク回避ムードが強まっており、ドル/円は 120 円を割り込んで推移している。本日東京時間も 119 円台が続いており、日経平均株価も続落で始まるなど、マイナス金利の威力は早速後退しているように見受けられる。導入決定直後、筆者は一部メディアに対し「効果はもったとしてもせいぜい 1 週間程度」とのコメントを行ったが¹、その 1 週間すら怪しい雰囲気がある。片や、副作用に関しては一部 MMF の募集停止や大手銀行による企業預金への課金報道など、徐々に全容が明らかになりつつある。少なくとも、ハロウィン緩和時に見られたような、世論をあげて追加緩和を礼賛しようという明るいムードは今のところ、感じられない。

最も期待された円安・株高の流れも息切れを起こしている。本欄でも執拗に論じてきたように、「中国経済減速とそれに伴う商品価格暴落」という巨大なテーマの前に当事者ではない中央銀行(日銀や ECB)の一手は無力なのだろう。もちろん、29 日の政策会合前(ドル/円は 118 円付近、日経平均株価は 17000 円付近)と比較すれば、依然底上げ効果は認められるが、かけたコストの割にはハロウィン緩和時ほどの爆発力は感じられない(当時のドル/円は決定後、約 1 か月で 110 円付近から 120 円付近へ上昇した)。やはり「量を積み、貨幣量を増やすことで物価を上昇させる」という量的・質的金融緩和(QQE)の「圧倒的分かり易さ」に比較すれば、三層構造化された当座預金の一部に付されるマイナス金利はどう考えても分かり難い(※QQE の圧倒的分かり易さが理論的に正しいかどうかは別問題である)。また、各種報道の報じ方を見ても「マイナス金利の副作用」に焦点を当てた解説が多く、「自分の資産もいつか課金されるのでは」という直感的な不安が掻き立てられやすい。株価が冴えない背景にはそうした漠とした不安も効いているのかもしれない。いずれにせ

¹ 2016 年 1 月 29 日ロイター、「日銀マイナス金利こうみる：副作用を懸念、効果も長く続かず」をご参照下さい。

よ、今回の一手は「期待に働きかける」という黒田日銀の本分が発揮されていないように思われる。

～円安が進まない理由～

円安が進まないのは本欄で睨んできた通りである。ECB のマイナス金利政策と日銀のそれを比較した場合、最も異なるのは導入のタイミングである。FRB の正常化プロセスと時を同じくして導入・推進された ECB のマイナス金利は、「FRB が正常化プロセスを進める」という時流に巧く乗ることで大幅なユーロ安・ドル高を実現した。欧米金融政策格差が最も拡大し得るタイミング

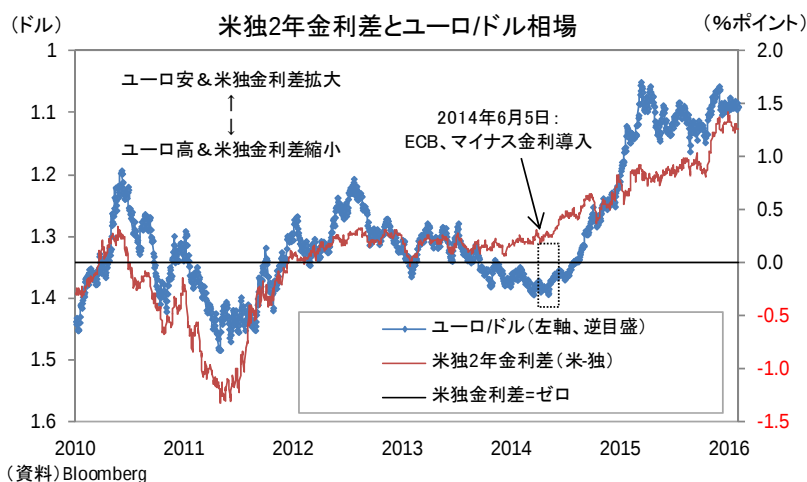
でマイナス金利を筆頭とする包括緩和が実施されたため、効果てき面だったのである。2014 年 6 月 5 日に ECB がマイナス金利を導入してから約 9 か月間で米独 2 年金利差は▲0.50%ポイント拡大し、ユーロ/ドルは 1.36 から 1.07 へ▲20%以上下落した(図)。当然、ECB のマイナス金利導入の衝撃は小さくなかったが、FRB が着々と量的緩和(QE)の縮小(テーパリング)を進め、その先の利上げまで視野に入れていたからこそ、こうした一方的な金利・為替の動きが実現したのである。

一方、日銀のマイナス金利は既に FRB の初回利上げが済み、国際金融市場が大荒れとなる中、「FRB の正常化プロセスが頓挫しそう」との懸念が漂う状況で導入された。日米金融政策格差という意味では ECB のケースに比べて拡大が見通しづらい中での導入であり、むしろ上がりきった米金利の反落やこれに応じたドル高局面の一服を注視すべきタイミングと言える。大胆な一手であり、市場

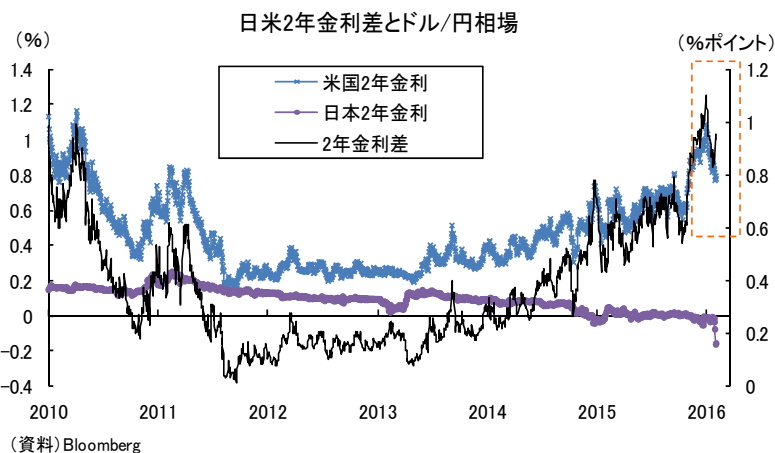
にサプライズをもたしたことは事実だが、逆風に応戦する格好で導入した以上、威力は減じられる。事実、今年に入ってからの日米金利差は米金利低下が主導する格好で縮小している(図)。この点、機を見るに敏な黒田日銀らしからぬミスだったように思えてならない。

～ECB のマイナス金利とは根本的に威力が異なる～

そもそも▲0.1%のマイナス金利が課される部分が全体のごく一部であり、実効ベースの付利金利は当面プラスである。今後、年 80 兆円ペースでマイナス金利の適用を受ける部分が増えていくと仮定した場合(マクロ加算残高の掛け目が不明なのでこのように仮定する)、実効ベースで見て付利



(資料) Bloomberg



(資料) Bloomberg

がマイナス化するには 2 年以上の月日が掛かるだろう。日銀の言い分は新規取引に掛かる限界コストがマイナス金利になるのだから、市場金利もそのように形成されるはずというものだが、こればかりは実際に始まってみなければ分からない(マイナス金利適用は 2 月 16 日開始の積み期間から)。

少なくとも、超過準備(預金ファシリティ含む)全てに▲0.3%を課す ECB のマイナス金利とは、通貨安を狙うにあたっての威力が根本的に異なると考えるべきなのだろう。日銀マイナス金利の複雑な制度設計は言うまでもなく金融機関収益への悪影響に配慮した結果だが、その配慮の代償として通貨安効果は抑制されたものになったと言わざるを得ない。少なくとも、日銀のマイナス金利が本当の意味で効果を問われるのは、年後半にかけてある程度、マイナス金利が課される政策金利残高が蓄積してからになる。だが、それまでに米国の正常化プロセスが持続しているかどうかは別の話である。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
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～
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「痩せ我慢」
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～為替従属強まる日米欧中銀～
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」は転ばぬ先の杖か～)
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～預金ファン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緩和と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