

みずほマーケット・トピック(2016年2月10日)

## 弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係

マイナス金利導入決定から約2週間が経過しようとしている。ここまでのところの政策効果を整理しておく、最も期待された為替・株への影響は惨憺たる結果であるほか、金融機関の預金金利低下、MMFを筆頭とする一部金融商品の販売停止、本邦国債金利の劇的な低下などの現象が見られており、法人のみならず個人にとってもあまり前向きな話は聞こえてこない。現状確認される世論調査や市井の人々の思いを踏まえる限り、同政策による「期待への働きかけ」が巧くいっているようには見えない。「期待への働きかけ」が機能不全に陥ることは為替相場見通しを検討する観点からも重要。アベノミクス以降のドル/円相場がPPPから大幅な上方乖離で高止まりしてきた背景には「これから物価が上がり、PPPの方が円安になってくるから問題ない」との理屈があった。しかし、物価が上がってこないのであれば、それを織り込んで進んできた円安相場が反転するのはむしろ自然。110～115円はハロウィン緩和後、殆ど取引されていない価格帯であり、さしたる攻防もなく、市場が思っているよりも早く110円を臨む展開に直面する可能性も。

### ～安全通貨の最右翼はユーロへ～

昨日の為替市場は円相場が続伸する展開で、対ドルでは一時114.21円をつける場面が見られている。しかし、リスク回避通貨としての勢いはこれまで調達通貨として存在感を高めてきたユーロも強く、むしろユーロ/円は前日対比で上昇している。安全通貨としての地位は今や円よりもユーロの方が高く、ドル/円が下落する局面でもユーロ/円が値持ちするという過去には見られなかった捻じれ現象が見られている。この点は一昨年発刊の拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』で強調した通りであり、今後も続く傾向だろう。しかし、「1.15」が近づけばECBはこれを看過しないと思われるため、3月10日の理事会が近づくと連れ、緩和期待を煽る言動が目立つようになるはずである。

### ～「期待への働きかけ」は忘却の彼方～

マイナス金利導入決定から約2週間が経過しようとしている。ここまでのところの政策効果に関し整理しておく、最も期待された為替・株への影響は文字通り惨憺たる結果であり、ドル/円相場、日経平均株価共に年初来安値を更新している。今次混乱の根幹はあくまで「中国経済減速と商品価格急落」であり、当事国ではない国の中央銀行が策を弄したところで無力という事実が改めて浮き彫りになった格好である。実際、ECBや日銀の緩和策と「中国経済減速と商品価格急落」の間には何の関係もない。患部と処方箋がずれている以上、事態の改善に繋がらないのは当然である。

そのほかマイナス金利導入後に見られている効果(≡副作用)としては、金融機関の預金金利低下、MMFを筆頭とする一部金融商品の販売停止、本邦国債金利の劇的な低下(G7初の長期金利マイナス化)などの現象が見られており、法人のみならず個人にとってもあまり前向きな話は聞こえてこない。1月30～31日に日本テレビと読売新聞が実施した緊急世論調査によれば、日銀が決定

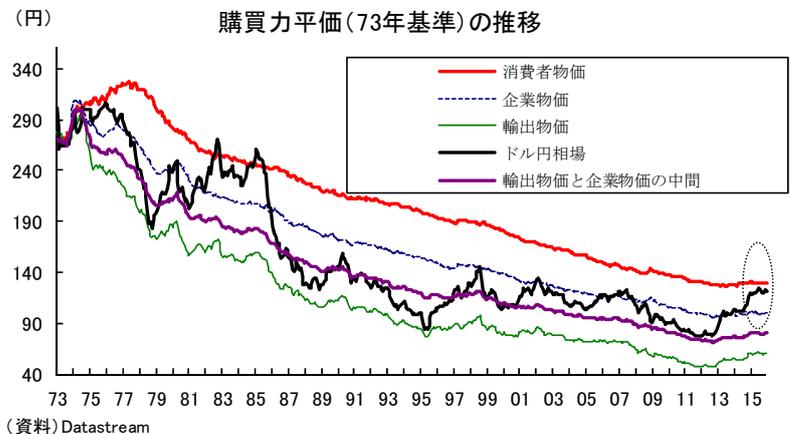
したマイナス金利政策について「景気回復に繋がると思うか」との問いに対し、「思う」との回答が24%、「思わない」との回答が47%に達していた。マイナス金利が適用開始になる2月16日以前に効果を断言することは控えるが、少なくとも今のところは、同政策による「期待への働きかけ」は巧くいっているようには見えない。

なお、個人的な体験談にはなるが、先週、筆者が美容院に行った際、経営者である店長から「今後は銀行に預金すると手数料が掛かるようになるというのは本当か」と尋ねられることがあった。同種の質問は金融市場の外にいる知人からも多く受けている。今回の日銀によるマイナス金利政策は銀行収益に配慮したこともあって、一足飛びに個人預金にチャージが掛かるような事態は想定されない。だが、仮に少なくない市井の人々がそのように受け止めているのだとしたら、「期待」を重要な操作変数とする黒田日銀にとって大きな失策と言わざるを得ない。1月29日の追加緩和決定は、展望レポートの言葉を借りれば「企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換が遅延し、物価の基調に悪影響が及ぶリスクが増大」していることに対する措置であり、要するに心理面の下支えを企図したものである(2014年10月31日のハロウィン緩和も同様のロジックだった)。しかし、少なくとも今の世の中の受け止め方は「マイナス金利は恐ろしいもの」というイメージが先行しているように思われ、むしろ不安を煽ってしまっている可能性すら感じられる。

そもそも、今回のマイナス金利政策によって「一足飛びに個人預金にチャージが掛かるような事態にはならない」ことを解説するためには、三層化された当座預金の構造や限界費用と平均費用の違い、今後の残高推移に対する見込みなどについて理解を促す必要がある。専門家ですら直観的な理解に時間が掛かる今回の枠組みについて、一般的な理解を得るのは絶望的に難しいと言わざるを得ない。やはり「マネーの量を2倍にして2年で物価を2%にする」という量的・質的金融緩和(QQE)当初の圧倒的な分かり易さと比較すれば、今回のマイナス金利付きQQE(QQEN: QQE with a Negative Interest Rate)は複雑である、それゆえ「期待」への訴求力が弱く、後ろ向きの印象だけが独り歩きしているように思われる。こうして足許までの状況を整理すると、QQENによる前向きな効果は一体、どういった経済主体に向けて想定されているのか今一つ見えてこない。「期待への働きかけ」を介して消費・投資意欲を刺激するという本来的なルートはもはや忘却の彼方になっていないだろうか。

～「期待への働きかけ」と為替～

「期待への働きかけ」が機能不全に陥ることは為替相場見通しを検討する観点からも重要である。そもそも1990年以降のドル/円相場は歴史的に企業物価(PPI)ベースの購買力平価(PPP)を上限として推移してきた(図)。しかし、QQEを中心としてアベノミクスが本格的に取り沙汰された2013年以降のドル/円相場は、この上限を突き破り、歴史的には殆ど経験したことが無いようなPPPからの上方乖離で高止



まりしてきた。この際、リフレ志向の強い向きからは「急激な円安はインフレ期待を先回りして織り込んでいたため、過去の経験則は通用しない」との解説が聞かれた。これは要するに「これから物価が上がり、PPPの方が円安になってくるから問題ない」という理屈である。

だが、現状を見れば、2016年4月でQQE導入から丸3年が経過する。消費者物価指数(CPI、総合)は昨年12月時点で前年比+0.2%であり、食料・エネルギーを除くコアコアベースで見ても+0.8%に止まるなど、一向に「2%」の兆候は見えない。だからこそ追加緩和によって名目金利を押し下げ、インフレ期待を煽り、実質金利(名目金利-インフレ率)を低下させることで消費・投資意欲を刺激させ、その結果として需給ギャップが縮小することで現実の物価を押し上げるという選択肢が浮上してくるのは分かる。しかし、そのための「切り札」と思われたマイナス金利への世論の反応は芳しいものではない。上で見てきたように、少なくともマイナス金利によってインフレ期待が煽られているような様子は確認できず、個人預金にチャージがかかるような事態になってもいないため、預金から消費・投資へシフトする動きが加速する筋合いもない。同政策によって本当に物価の押し上げが進むのかは、今のところ、俄かに信じ難いという印象を持たざるを得ない。

～年内 110 円割れも現実味～

仮に「物価が上がらない」という前提に立つのであれば、「これから物価が上がってくるから問題ない」との理屈の下、PPPを大きく上抜けて進んできた円安相場の持続性にも疑念が持たれるだろう。現状、PPIベースのPPPは約100円、OECDや世界銀行の算出するPPPは約105円といった水準にある。絶対的なフェアバリューの存在しない為替相場において、数少ない信頼に足る理論であるPPPが100～105円のゾーンを示唆しているのが現状なのである。「インフレ率2%の世界」が実現しないのであれば、それを織り込んで進んできた円安相場が反転するのはむしろ自然である。なお、「110～115円」のレンジは2014年10月31日のハロウィン緩和後、一瞬にして突破した価格帯であり、具体的には10月31日から約2週間しか取引されていない。しかも、右表に示されるように各種物価を用いたPPPを算出しても、110～115円のレンジには目ぼしい節目が存在しない。「110～115円」のレンジにおいては、さしたる攻防もなく、市場が思っている

ドル/円相場に関する色々な節目

円相場	評価基準
60.3	購買力平価(輸出物価、73年基準、2015年12月)
77.2	ビッグ・マック平価(英エコノミスト誌、2015年1月)
77.8	購買力平価(輸出物価、80年基準、2015年12月)
80.1	※1.購買力平価(輸出物価と企業物価の midpoint、73年基準、2015年12月)
93.8	購買力平価(企業物価、80年基準、2015年12月)
94.9	工業製品等のうち素材の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
99.0	15年3月時点の採算レート(内閣府「2014年度企業行動に関するアンケート調査」)
100.0	購買力平価(企業物価、73年基準、2015年12月)
104.7	購買力平価(OECD、2014年、GDPベース、※2)
105.3	世界銀行算出購買力平価(2014年)
105.8	購買力平価(消費者物価、80年基準、2015年12月)
111.3	購買力平価(OECD、2014年、民間最終消費ベース)
<b>115.1</b>	<b>2016年2月9日</b>
119.4	想定為替レート(日銀短観、2015年12月調査、通年)
119.5	15年3月時点の1年後予想レート(内閣府「2014年度企業行動に関するアンケート調査」)
129.7	購買力平価(消費者物価、73年基準、2015年12月)
130.3	工業製品等のうち加工・組立の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
143.4	工業製品等 総合の購買力平価(経済産業省、2014年度調査)
258.8	工業製品等のうちエネルギーの購買力平価(経済産業省、2014年度調査)

(資料)各種資料より筆者作成。※1.は過去10年以上、実勢相場の下値抵抗節目となっている。

※2. OECD購買力平価は15年12月公表時点(毎年6月・12月に適及改定あり)

よりも早く 110 円を臨む展開が待ち受けているかもしれない。

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。

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2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
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
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～静観する勇気～
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～預金ファンリシ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～株価が実質買金か～
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?～