

みずほマーケット・トピック(2016 年 3 月 10 日)

日銀会合プレビュー～「Mr.Kuroda は気にしない」のか？～

筆者は週初から韓国へ出張し、当地の政策当局者など向けに円相場や日本経済の現状・展望を説明する機会を得た。その際、3～4 月の日銀会合における追加緩和の可能性に関し多く質問を受けたが、筆者は「マイナス金利政策は金融機関のみならず、日本社会全体で非常に評判が悪い。ゆえに政策効果の浸透を暫く見守りたいというのが日銀の心情ではないか」と回答してきた。これに対し、とある当局者から「Mr.Kuroda がそんなもの今さら気にするとは思えない。緩和はいつあってもおかしくないのでは」との反論を受けた。過去の経緯を踏まえれば、残念ながら、そうなのかもしれない。しかし、悪評や副作用が出て、それに目を向けることなく、緩和を強化し続けるはずという思惑の裏には「日銀は政策効果を大して考えていない」という嘲りにも似た目線を感じる。長期的には円安を懸念する材料と考えるべきだろう。とはいえ、目先に限定すれば、世論に不人気なマイナス金利政策は政治的にも不人気と考えるべきであり、選挙前の緩和は困難な印象。

～ECB は「12 月の二の舞」か？～

昨日の為替市場はドル全面高の展開。原油価格が底打ちの兆しを見せる中(WTI 先物は3か月ぶりの高値を更新)、新興・資源国通貨も堅調を維持しており、従前に売られたドルが買い戻され、対円では113 円台を回復している。だが、今晚のECB 理事会を控え明確な方向感を掴むには至っておらず、総じて様子見ムードが先行といった印象が強い。ECB 理事会については先週の本欄¹でプレビューを行った通りだが、考え得る手段は概ね織り込み済みと見受けられ、ユーロは理事会前まで売られるものの、決定を受けて買い戻しという「12 月の二の舞」の可能性は高そうである。

～評判が悪過ぎるマイナス金利～

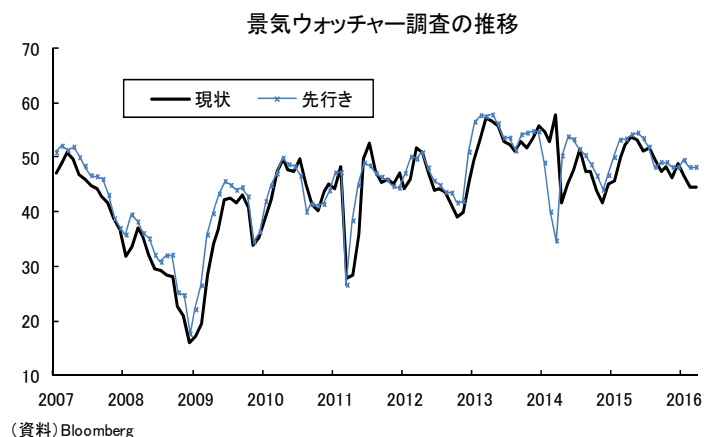
ところで筆者は週初から韓国へ出張し、当地の政策当局者など向けに円相場や日本経済の現状・展望を説明する機会を得た。その際に受けた質問で最も多かったものが「3 月もしくは4 月、日銀は緩和すると思うか」というものであった。来週 14～15 日に会合が控えていることもあり、ここで簡単なプレビューを行っておきたい。結論から言えば、今回は現状維持を予想したい。

出張中、上述したような追加緩和観測に関する質問に対し、筆者は「マイナス金利政策は金融機関のみならず、日本社会全体で非常に評判が悪い。ゆえに政策効果の浸透を暫く見守りたいというのが日銀の心情ではないか」と回答してきた。追加緩和観測が煽っている背景には1 月 29 日のマイナス金利導入後、円高・株安が停止するどころかさらに加速したことがありそうだが、それ以前の問題としてマイナス金利に対する評判はあまりにも悪い。例えば、3 月 8 日に公表された2 月景気ウォッチャー調査の「景気の先行きに対する判断理由」において、「マイナス金利」でワード検索すると、以下のようなネガティブなコメントが多く目につく：

¹ 本欄 2016 年 3 月 2 日号『ECB 理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～』をご参照下さい。

- マイナス金利の影響がよく分からないなど、先行きの不安や為替の話をする客が増えた。気持ちがマイナスの方向に向いているため、現状では景気が上向くことは厳しい(商店街)
- マイナス金利や株安、年金問題など、先行きの不透明な報道が多すぎることで、消費者の儉約志向がますます高まっており、当分は現状のままで推移する(スーパー)
- マイナス金利の民間設備投資への影響が見通せないなか、公共工事の減少が予想されるため、業況はやや厳しくなる(建設業)
- マイナス金利については、今後どのような結果となるのかは分からないが、大型の消費には向かわないとみている(司法書士)
- マイナス金利など先行きの不透明感が客の意識のなかに広まっており、購入マインドが少し弱まっている(家電量販店)
- マイナス金利政策や政治不安の兆候から、投資家の動きが鈍くなるのではないかと(通信会社)
- 株式市場が低迷していることやマイナス金利が導入されるなど不安要素も多く、企業はとてもしらばせをできるような状況ではない。個人としても不景気に備えて消費を抑えるようになり、全体的に景気は低迷していくとみている(出版・印刷・同関連産業)
- 日銀のマイナス金利により、株価が下がっている(コンビニ)
- マイナス金利など政府の施策が、かえって個人消費の低迷につながらない事を祈る(百貨店)
- マイナス金利だから物にいくという単純なものではなく、消費については様子見の状況である。今後それが更に強くなり停滞していく(百貨店)

枚挙に暇が無いので、全てを紹介することはしないが、節々に「マイナス金利の効果は良く分からず不安である」との猜疑心が見て取れる(中にはマイナス金利により株価が下がっているという断言調のコメントも見られる)。もちろん、「マイナス金利政策のように、国内の消費を伸ばすための施策を政府に期待している(観光名所)」、「日銀のマイナス金利導入以降、百貨店友の会への入会希望者が明らかに増加している(百貨店)」、「マイナス金利により新築住宅が増加し、それにかかわる多くの企業が潤うようになれば、景気回復もみえてくるのではないかと(衣料品専門店)」など、前向きな評価もあるが、そもそもこれだけ副作用が懸念される、異例の緩和策に対して「猜疑心が目立つ」という状況は割に合わない。なお、これらの理由に基づく景気判断 DI(現状・先行き)の推移は昨年中頃を境に明らかにピークアウトしている(図)。



もちろん、たとえ金融機関収益を犠牲にしても通貨安経由の株高を確保したり、それによって民間部門の消費・投資意欲が刺激されたりするのであれば、マイナス金利にも相応の大義が認められるかもしれない。しかし、上述のような市井の人々の意見を見る限り、そうした動きはまだ見られな

い。いや、見られないどころか「不安だから止めて欲しい」という心理すら見え隠れする。こうした状況下においてマイナス金利拡大という二の矢を放つハードルは相当高いように思われる。

～「Mr.Kuroda は気にしない」のか？～

しかし、こうした背景に照らし日銀の現状維持を予想していると述べたところ、とある当局者から「Mr.Kuroda がそんなもの今さら気にするとは思えない。緩和はいつあってもおかしくないのでは」との反論を受けた。残念ながら、そうなのかもしれない。2014 年 10 月 31 日のハロウィン緩和にしても、2015 年 12 月 18 日の補完措置決定にしても、そして先般のマイナス金利政策にしても、どの政策も直前の総裁発言や経済指標とは整合的と言えないものであった。唯一、ハロウィン緩和時には経済指標が崩れており、追加緩和を正当化するムードがあったが、「戦力の逐次投入はしない」と言い切り、実際に(当時は)一度も追加緩和をしたことがない黒田総裁の強気の弁を踏まえれば、それを予想するのは不可能だった。結局、諸情報を積み上げ「次の一手」を読み解くのではなく、「市場が予想していないタイミングで打ってくるはず」という一点だけを気にしていれば良いというのが現状の黒田日銀ウォッチの在り方なのかもしれない。

しかし、海外の当局者をして「追加緩和が副作用を招いても、それに配慮することはない」と思われている中央銀行(やその総裁)は果たして正常と言えるのだろうか。悪評や副作用が出ていても、それに目を向けることなく、緩和を強化し続けるはずという思惑の裏には「日銀は政策効果を大して考えていない」という嘲りにも似た目線を感じる。筆者は過去 3 年の円安が急激過ぎたことの反動として今年は円高を予想しているが、それと同時に、こうした海外評が支配的になっていくに連れて円相場が再び下げ足を速め、反転が見込めない相場つきに突入していく怖さも感じ始めている。

～世論に不人気な政策は政治的にも不人気～

なお、そうした世間の悪評や副作用について「Mr.Kuroda は気にしない」との見方には一定の賛同を寄せるとしても、3～4 月の追加緩和が厳しいとの見方は変わらない。繰り返しになるが、基本的に世論はマイナス金利政策に対し肯定的には見えない。メディアでも銀行収益の悪化を通じ、金融仲介機能が劣化した場合、究極的な結果として個人預金への課金可能性などを報じる向きが珍しくなく、本日の日本経済新聞朝刊(2 面)でも「タンス預金急増」との見出しの下、現金流通量が 13 年ぶりの水準に達したことが大々的に報じられた。「マイナス金利政策は期待ではなく不安を煽った」との評価が、少なくとも現状のコンセンサスだろう²。そうした世論にとって明らかに不人気な決断は当然、7 月に参院選を控えた政府・与党にとっても不人気な決断であり、それゆえに 3～4 月の追加緩和は政治的に難しいと考えられる。仮に、このタイミングでマイナス金利幅を拡大し、さらに市況が悪化した場合、その直後の選挙への影響は免れないだろう。金融政策で策を弄さなくとも政府・与党が勝利する路線が堅そうであることも、追加緩和を手控える誘因になる。

もちろん、マイナス金利というワードが市井の人々の琴線に触れるのだとすれば、従前通り、「量」の拡大で攻める可能性はある。この点、超長期債を主体として残り 20 兆円程度の拡大が可能との見方があり、マイナス金利幅の拡大よりは可能性が大きそうではある。だが、マイナス金利政策で窮

² 東洋経済オンラインへの寄稿『ドル円は購買力平価の 100～105 円めざす～「期待」でなく「不安」を煽ったマイナス金利～』をご参照下さい。

しているところへ「量」の拡大が持ち込まれれば、金融機関収益はさらに押し潰され、結局は金融仲介機能の劣化を案ずる論点に戻ってくる。上述したように「国内事情など気にせず、きっと驚かしてくれるはず」との思惑が流布してしまっている以上、それ自体が黒田日銀の追加緩和理由になりかねない状況は確かにある。この点、「次の一手」で再び「量」の拡大を試みる可能性はあり、仮に参院選挙前に追加緩和に踏み切るとしたらその経路になると予想される。

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3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
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
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～問題とは「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～)