

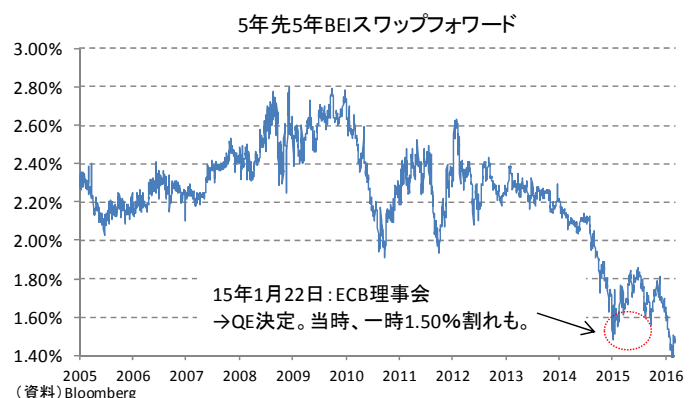
みずほマーケット・トピック(2016 年 3 月 14 日)

求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣

先週 10 日の ECB 理事会に対する失望という評価は「通貨を低め誘導させる」という観点に照らした上での結論であり、これを「今以上に金融システムに負担をかけるわけにはいかない」という意思表示とみれば前向きな評価も可能。金融機関にダメージを負わしてまで「次の一手」を検討しなければならない現状は率直に言って異常であり、市場期待に対して「No」と言う勇氣がこれからの中央銀行には必要なのかもしれない。市井の人々からも評価が得られていないマイナス金利政策にはいわゆる偽薬(プラシーボ)効果も期待できず、副作用しか残らない。「副」作用というのは「主」として作用する前向きな効果と対になって初めて成立する概念であることを踏まえれば、今のままでは単なる毒薬に止まる恐れもある。ドラギ総裁が「マイナス金利はいつまでも深掘りできない」という皆が薄々感じていた「不都合な真実」を吐露したことは日銀にとっても政策を考え直す良い機会。国際決済銀行(BIS)が報告書において金融政策の限界に言及したことも興味深い。

～頼みの綱は商品価格の復調しかないのか～

先週末の為替市場はユーロ堅調で引けており、一時対ドルでは 1.1210、対円では 127.25 円をつけている。先週の本欄でもレビューした通り、10 日の ECB 理事会は十二分な緩和策を示しながらもドラギ ECB 総裁会見の不味さから市場の失望を買うという「悔やまれる満額回答」という結果に終わった。同結果を受けて 5 年先 5 年物インフレスワップ(5 年 5 年 BEI)が持ち直しの動きを



を見せているものの、1.50%未満での推移が続いており、歴史的な低水準であることに変わりはない。一方、原油価格に底打ちの兆しが出てきている中、新興・資源国通貨が騰勢を強め始めていることは数少ない明るい材料であり、ECB そして日銀がこれ以上の無理な緩和策に追い込まれないためには、もはやこうした商品価格の復調に賭けるしかなくなっているように思われる。

～市場期待に対して「No」と言う勇氣～

とはいえ、ECB 理事会に対する失望という評価は「市場との対話」という観点、より率直に言えば「通貨を低め誘導させる」という観点に照らした上での結論である。これを「今以上に金融システムに負担をかけるわけにはいかない」という意思表示とみれば、前向きに評価されるものだろう。実際、預金ファシリティ金利に対する市場期待は相当前のめりになっていた印象が強く、会合前の 2 月末時点では今年 6 月までの間に▲0.50%まで引き下げられることが織り込まれていた(次頁図、※2 か

月先 1 か月物の EONIA フォワードが▲0.40%付近まで低下していた。これはスプレッドを勘案すれば、預金ファシリティ金利の▲0.50%付近を想起させる)。マイナス金利による収益環境の悪化が一部金融機関の経営不安に繋がったとさえ言われる中、市場期待に比べ続けるわけにはいかないという思いをドラギ総裁が抱いていたとしても不思議ではない。

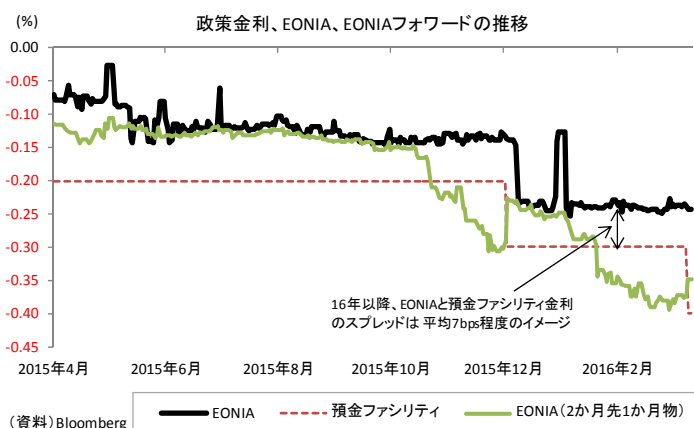
実際、金融政策の限界を考えるステージに入って来ている予感が強まるばかりである。先週 6 日には国際決済銀行(BIS)が定例の四半期報告書の中で「中央銀行の手段は限界に近付きつつあるように見受けられる」との見解を表明し話題となった。金融機関にダメージを負わしてまで「次の一手」を検討しなければならない現状は率直に言って異常と言わざるを得ない。過去の本欄でも同様の趣旨を述べたが、教科書が教える「名目金利の非負制約」というのは「名目上の数字がゼロ未満になることはない」という意味と同時に、「マイナス金利はどこかで緩和策から引き締め策に転じる恐れがある」という趣旨を意図したもののだろう。この後者の意味を肌で感じ始めたからこそ、ドラギ総裁は今後のマイナス金利幅の拡大余地が限定的であることを示唆したのだと思われる。

際限のない市場の要求に応え続けられれば、思いもしなかった遠い所へ連れて来られてしまうため、どこかでこれを断ち切る必要がある。ラフに言えば、市場期待に対して「No」と言う勇気が今の中央銀行には求められてきているということではないか。先週の ECB 理事会後の記者会見では、遂にヘリコプターマネー(≒財政ファイナンス)の可能性を堂々と問う記者が現れたのは、金融政策の限界がいよいよ明らかになってきていることの証左に思われる。

～今のままではただの毒薬～

一方、黒田日銀総裁は、先週 7 日に行われた講演でマイナス金利政策について「金利の低下効果は極めて大きい。デフレに戻ることはない」と述べ、その効果に自信を示した。しかし、デフレ懸念が本当に払しょくされていた場合、金利は低下ではなく上昇するはずである。敢えて金利低下とデフレ脱却の 2 つの現象を結びつけるのであれば、金利低下による消費・投資意欲の刺激が十分有効であり、結果として需給ギャップが縮小し、ディマンドプル型の物価上昇が誘発される展開を想定する必要がある。だが、国債購入を主体とする量的・質的金融緩和(QQE)を進めてきた過去 3 年間に於いて、そのような動きが殆ど発生してこなかったことは周知の通りである。2013～15 年の 3 年間の平均成長率は+0.6%であり、途中 3%ポイントの消費増税があったにせよ、これは期待外れだったと言わざるを得ない。真っ当に考えれば、「金利低下による景気刺激」の限界について、3 年目を節目として真摯に考え直す時が来ていると考えるべきだろう。

1 月 29 日のマイナス金利導入後の展開に目をやれば、金融市場では市場金利の著しい低下、MMF の募集・運用停止、最近では社債市場における価格発見機能不全などが耳目を集めており、為替面では円高が進行した。大いに期待された通貨安効果ですら全く発揮できていない点は誤算



以外何物でもないだろう。片や、実体経済に目を移しても、先週の本欄¹でも見た通り、市井の人々からの評価は散々なものである。「効かない薬でもあっても患者が効くと信じれば効く」といういわゆる偽薬(プラシーボ)効果を狙うにしても、現状のところ、マイナス金利政策はその患者からの信用も得られていない。プラシーボ効果すら見込めない金融緩和に残るのは副作用だけである。いやむしろ、「副」作用というのは「主」として作用する前向きな効果と対になって初めて成立する概念である。今のままでは単なる毒薬でしかない。

～日銀政策への影響～

また、本日から明日にかけて日銀金融政策決定会合が開催されることもあり、ECBの決定後、「これを受けて日銀はどう動くと思うか」という照会を多く受けるが、結果としてユーロ安誘導が奏功しなかった以上、日銀が動く理由はない(そもそも「他中銀が行った政策を見て、自分のところも何かやる」という発想は、もはや金融政策ではなく通貨政策のそれであり、あまり筋の良いものではない)。

だが、日銀が今回の ECB の決定を受けて何らかの判断をするのであれば、やはりマイナス金利政策の限界について今一度真摯に検討する契機になればとは思う。上述した BIS の報告書でも分析されているようにマイナス金利を導入しているユーロ圏及び日本においては銀行収益への懸念が強まっており、これが市場不安に繋がっている面がある。このタイミングでドラギ総裁が「マイナス金利はいつまでも深掘りできない」という皆が薄々感じていた「不都合な真実」を吐露したことは日銀にとっても政策を考え直す良い機会になるはずである。失策を失策として認め、戦術の転換を適宜検討することも重要な政策運営能力と考えられる。

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。

¹ 本欄 3 月 10 日号『日銀会合プレビュー～「Mr.Kuroda は気にしない」のか?～」をご参照下さい。

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11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
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？～
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「期待への動きかけ」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)