

みずほマーケット・トピック(2016年3月16日)

## 日銀金融政策決定会合について～際立つ ECB との対比～

昨日の日銀金融政策決定会合は現状維持を決定。MRF のマクロ加算残高算入を筆頭に、総じてマクロ加算残高を増やし、そのコインの裏表の関係にある政策金利残高(付利金利▲0.1%)を減らす方向の決定である。特段、市場期待から乖離した発表だったとは言えないが、会合後は円高が進行。景気判断の全体的な下方修正にも拘わらず、現状維持されたことに関し、手詰まり感を覚える向きがあった可能性も。結局マイナス金利政策を採用した中央銀行は「償い」型ないし「贖罪」型の政策を逐次導入し、金融部門のガス抜きを行っていかざるを得ないのだろう。黒田総裁は「国民に幅広くプラス効果」と述べ、現行路線への自信を覗かせたが、結果としてマイナス金利の限界を示唆したドラギ ECB 総裁と比べ異色さが際立つ構図に。本来、求められているのは「出来ないものは出来ない」と正直に吐露した上で、慢性的な市場期待へ「No」と言う勇気ではないか。この点、ECB が日銀を一歩リードしたような印象を受ける。

### ～「分かりやすさ」は忘却の彼方～

昨日の日銀金融政策決定会合は、市場予想通り、金融政策の現状維持を決定した。一部、上場投資信託(ETF)や不動産投資信託(REIT)などのリスク資産、いわゆる量的・質的金融緩和(QQE)の「質」的部分を拡充するのではないかとと思惑があった模様だが、これは実現されなかった(元より資産価格対策の色合いが強過ぎ、「質」部分単独の緩和は今後も可能性が低いと思われる)。一方、事前報道にあったように、マイナス金利適用に際して、マネー・リザーブ・ファンド(MRF)への影響を抑制すべく、MRF を受託する対象先のマクロ加算残高(付利金利ゼロ%)に、MRF 受託残高に相当する額(去年の受託残高が上限)を算入することが決定された。この理由に関し、日銀はMRF の証券取引における決済機能に鑑みた結果と述べている。そのほかマクロ加算残高の見直しを原則3か月毎に行うこと<sup>1</sup>、金融機関の貸出増加に向けた取り組みをより一層支援するため、今後「貸出支援基金」および「被災地金融機関支援オペ」の残高を増加させた金融機関は、増加額の2倍の金額をマクロ加算残高に参入できることなどが決定されている。総じてマクロ加算残高を増やし、そのコインの裏表の関係にある政策金利残高(付利金利▲0.1%)を減らす方向の決定である。

また、今回の決定を見る限り、マイナス金利の水準を修正するのではなく、マクロ加算残高を修正することで市場への影響をコントロールするのが当面の方針になってくるように思えてくる。しかし、そうした修正が常態化してくると「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現行の金融市場調節方針(ディレクティブ)との混線を感じる。仮に、「無担保コール翌日物金利を▲0.1%に誘導する」というディレクティブであれば、マクロ加算残

<sup>1</sup> マクロ加算残高の算出に必要とされる基準比率(俗に言う掛目)は3月の積み期間(3月16日～4月15日)においてゼロ%に設定されており、政策金利残高の増分が準備預金の増分と一致す取り決めとなった。しかし、今後は、4月と5月の積み期間に関しては4月前半に公表し、その後は3か月毎に概ね積み期間の5営業日前に発表していく方針とされた。

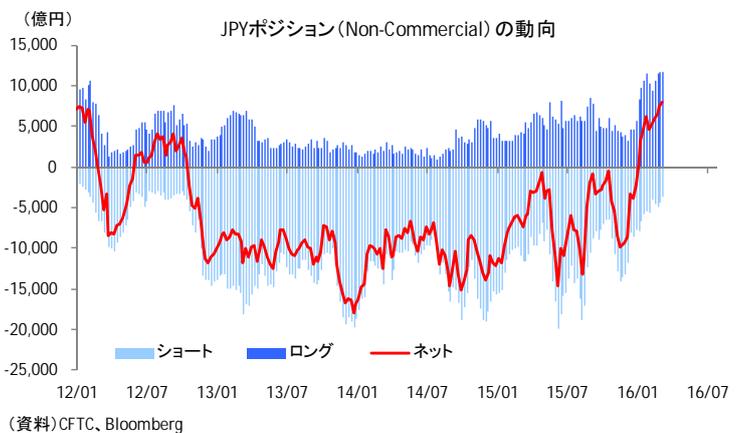
高の修正に腐心する状況は腑に落ちるが現状はそうではない。あくまでマネタリーベースという「量」を積むことで、消費者物価指数の前年比+2%に至ることが志向されている。もちろん、色々と理屈はあるのだろうが、3年前に標榜された「分かりやすさ」はもはや忘却の彼方である。

### ～円高を招いた背景～

会合後のドル/円相場は円高が進んだ。特に市場期待を裏切る内容だったとは思えないが、今回発表された措置はマクロ加算残高を増やす措置、裏を返せばマイナス金利が適用される政策金利残高を減らす措置であり、短期金融市場を中心として金利上昇方向の決定であったことが円買いに効いたのかもしれない。しかし、1月29日のマイナス金利導入後、最も(というより唯一)効果が出ているのが金利低下効果であり、日銀からしても政策金利残高を無為に積む必要はないと判断したのだろう。また、前回の声明文で注目された「今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる」との文言が削除されたことも、追加緩和意欲の後退と受け止められ、円買いを後押しした節がある(もっとも1月はマイナス金利が初めてだったので、念のため断っただけと黒田総裁は述べている)。

ちなみに景気判断を見れば1月の「緩やかな回復を続けている」から「基調としては緩やかな回復を続けている」へと修正され、下方修正となっている。また、個別項目を見ても海外経済、輸出、住宅、予想物価上昇率と幅広く下方修正されており、これらと整合的な判断を行うのであれば追加緩和に踏み込んで不思議ではなかった。この点、市場の一部に「動くに動けなくなってしまったのではないか」との思惑が台頭していても不思議ではない。

ちなみに、全く別角度からの見方として、市場では「マイナス金利の効果は中央銀行にとってアゲインストな効果」という理解が浸透しつつあるようにも見受けられる。それは即ちECBにとってはユーロ高、日銀にとっては円高という整理になる。事実、双方の中央銀行とも、今年に入ってからマイナス金利を導入・強化したが、結果は痛烈な通貨高だった。とはいえ、円相場に関しては、IMM通貨先物取引における円ロングポジションが



2008年3月以来、実に約8年ぶりの水準にまで積み上がるという事態にある(図)。目先は当該ポジションの解消からドル/円相場が大きく上昇する展開を警戒すべきかもしれない。今晚のFOMCがタカ派寄りとなる展開などには要警戒だろう。

### ～「贖罪」型政策と「No」と言う勇氣～

また、一昨日や昨日の本欄<sup>2</sup>でも同様の趣旨を述べたが、結局マイナス金利政策を採用した中央銀行は「償い」型ないし「贖罪」型の政策を逐次導入し、金融部門のガス抜きを行っていかざるを得

<sup>2</sup> 本欄 2016年3月14日号『求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣』、本欄 2016年3月15日号『TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～』をご参照下さい。

ないのだろう。ECB が導入したターゲット型長期流動性供給第二弾 (TLTRO2) は貸出を増やした民間銀行に最大 0.40% 分 (現時点の政策金利が前提) の「ご褒美」を用意するものだが、今回の MRF 除外措置や特定オペを積極利用した金融機関に対するマクロ加算残高枠供与は、やはり「贖罪」型政策の一種と考えられる。マイナス金利を導入してみたものの、あまりにも批判が強過ぎて、断続的に例外を設け、ガス抜きせざるを得なくなる事態は、どうみても後手に回っており、信認維持の観点からは悪手との印象が拭えない。 ECB も日銀も、派手なマイナス金利政策で通貨安を狙ったものの、自分の庭先から猛烈な批判を浴びて徐々に政策の撤退を余儀なくされ、またそれがゆえに思うような相場のコントロールが出来ていないというのが現状と見受けられる。

昨日、黒田総裁は「国民に幅広くプラス効果」と述べ、現行路線への自信を覗かせたが、結果としてマイナス金利の限界を示唆したドラギ ECB 総裁と比べ異色さが際立つ構図となっている。しかし、直近の景気ウォッチャー調査<sup>3</sup>や各種メディアの報じ方などを見れば分かるように、少なくとも現時点でマイナス金利を歓迎する向きが多いとは言えず、黒田総裁の発言が何を捉えた上での評価なのか今一つ腹落ちしない部分がある。やはり、ECB 及び日銀に求められているのは「出来ないものは出来ない」と正直に吐露した上で、慢性的な市場期待へ「No」と言う勇気ではないだろうか。この点、ECB が日銀を一步リードしたような印象を受ける。

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](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。

<sup>3</sup> 景気ウォッチャー調査におけるマイナス金利への悪評については本欄 2016 年 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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
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年の経緯則～
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、為替見直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揺る期待について
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版の補充措置へ向けて～
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年の為替見直しポイント～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】中期為替相場見直し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見直し～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/円見直しに影響なし～
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	イエレン講演や境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～止まりそく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秋季世界経済見直し～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～)