

みずほマーケット・トピック(2016 年 4 月 21 日)

日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版 TLTRO2 か～

来週 28 日の日銀金融政策決定会合は黒田日銀の発足以来、最も予想が難しい会合。現状維持にせよ、追加緩和にせよ、相応に理屈が付けられる状況にあり、どちらを選んでも日銀の置かれる状況は相当苦しい。従来、筆者の追加緩和予想は今年 11 月であったが、投機ポジションの傾きや震災を受けた実体経済状況などに鑑み、今回、動く可能性も高いと考えている。展望レポート公表時のタイミングに拘るのであれば、追加緩和のチャンスは 7 月末までやってこないことも気掛かりである(それまでには英国の国民投票という高リスクのイベントもある)。緩和の手段については、現状の世相を見る限り、マイナス金利幅の拡大は相当難易度が高そう。追加緩和をするにせよ、三次元(金利・量・質)のうち、量と質の二次元で攻める経路を選ぶのではないかと。また、ECB に倣い、日銀版 TLTRO2 が検討される可能性もある。マイナス金利を選択しなくとも「1 月は金利で攻めて、4 月は量・質で攻める。これにより全三次元での強化を果たす」という説明は有り得る。

～黒田日銀史上、最も予想が難しい 28 日会合～

来週 28 日の日銀金融政策決定会合は追加緩和を予想しておきたい。率直に言って、今回の会合は黒田日銀の発足以来、最も予想が難しい会合である。現状維持にせよ、追加緩和にせよ、相応に理屈が付けられる状況にあり、どちらを選んでも日銀の置かれる状況は相当苦しうである。

従来、筆者の追加緩和予想は今年 11 月であった。これは 1 月 29 日に導入されたマイナス金利政策の評判が企業部門のみならず、家計部門からも散々なものとなっている中で、国政選挙を控えた政府を横目にマイナス金利幅を拡大することは困難との見方に基づいたものである。そうした筆者の思いは今も変わっていない。だが、円相場を押し下げするための「切り札」でもあったマイナス金利政策を導入した 1 月 29 日以降で円高・株安が急激に進行し、熊本地震まで重なった。皮肉にもここまで円高が進んだことで「緩和はしたいが、実質所得環境に配慮してこれ以上の円安は難しい」という昨年までの葛藤は大分後退したと言える。芳しくない春闘の状況も報じられ始めており、「実体経済への悪影響を阻止すべく躊躇なく追加緩和」という大義は立ちやすくなっているように思われる。おまけに、年初来の円高の結果でもあるが、投機筋の円ロングポジションは未曾有の水準にまで膨れ上がっており、追加緩和で円安を演出するには市場環境が良いという点も留意したい。

少なくとも、常に期待を先取りする為替・株式市場の参加者に関しては、現状維持だった場合、強い失望を示す可能性が高い。また、今回を現状維持とした場合、展望レポート公表時のタイミングに拘るのであれば、追加緩和のチャンスは 7 月末までやってこない。それまでには英国の EU 離脱(Brexit)を賭けた国民投票という高リスクのイベントも通過することになり、震災の実体経済への影響も徐々に明らかになるだろう(既に 4～6 月期もマイナス成長との観測は散見され始めている)。そうした最中で 7 月には参院選挙が行われる。今のうちにドル/円相場の水準を押し上げておくのが得策という判断はやはり有り得るのではないかと。

～期待への隷属と分かっているも・・・～

とはいえ、追加緩和で一時的な円安・ドル高を演出するにせよ、2 会合連続の緩和は「市場期待に隷属する日銀」という連想に繋がりやすいのも事実である。少なくとも、2013 年 4 月に「戦力の逐次投入はしない」と言い切った黒田総裁の胸中には一旦市場期待に迎合すれば際限のない緩和要求に付き纏われるという過去の教訓があったと思われる。実際、そのような考え方は正しく、現状では ECB が完全に不毛な心理戦に足を踏み入れ、たった 2 年の内にそれまで固辞していたマイナス金利と国債購入に追い込まれた(それだけに 3 月、ドラギ ECB 総裁が「これ以上はできない」と市場期待に「No」を突き付けたことには目を惹くものがあつた)。2 会合連続で緩和を決断すれば、3 会合、4 会合・・・と無限に期待を連鎖させていくのが市場の性(さが)であり、4 月の追加緩和はその入り口になってしまう恐れはある。

常々述べているように、円高は政府・日銀の政策に責任があるわけではない。年初来の円高・ドル安は明らかに基軸通貨を司る FRB がハト派化したことに起因するものであり、その結果として円もユーロも押し上げられているに過ぎない。両通貨共に追加緩和によって一旦は騰勢を切ることができだろうが、流れをドル高に押し戻すには FRB の変心が不可欠である。しかし、早晚それを期待するのが難しいことを多くの市場参加者は悟り始めている。だからカードを切っても、切っても状況が変わらず、期待に隷属する状況が生まれるのである。これは非ドル通貨の宿命とも言える。

しかし、効かないと分かっているも、カードはどこかで切らざるを得ないのだとすれば、一番効果が大きそうで、尚且つ大義の立つタイミングを選択する必要がある。効果が持続的ではないとしても、一時的にドル/円相場を高値に戻しておけば、その後の円高の着地点がより円安寄りになる芽がある。この点、冒頭述べたように、現状は決断のタイミングとして悪いものではない。

～量・質の 2 次元緩和: 日銀版 TLTRO2 も?～

緩和の手段についてはどう考えるべきか。真っ当に考えれば、現状の世相を見る限り、マイナス金利幅の拡大は相当難易度が高そうである。追加緩和をするにせよ、「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」とのディレクティブを修正する範囲に止めるのではないか。1 月 29 日に示された三次元(金利・量・質)で言えば、量と質の二次元で攻める経路を選ぶということになる。その際、国債であれば 80 兆円から 100 兆円、ETF であれば約 3.3 兆円から約 6 兆円程度までの拡大はあり得ると考えたい。なお、量の側面に絡めて、一部では ECB の導入したターゲット型長期流動性供給第二弾(TLTRO2)と類似するスキームが検討されるとの観測も散見される。ECB はマイナス金利に対する金融機関の不満が高まっていたところへ、貸出増加に伴って最大でマイナス金利分の収益還元を可能とする TLTRO2 を 3 月 10 日に導入した¹。これが金融機関に対する一種の「ガス抜き」であったとの見方は多い。同様の状況にある日本でも、日銀版 TLTRO2 が検討されても不思議ではない。また、東日本大震災時に復興オペとして新スキームが導入された経緯を踏まえれば、今回、TLTRO2 のようなスキームが少なくとも被災地金融機関に向けて導入される可能性は高いように思われる。なお、マイナス金利ではなく、こうした旧来の経路で攻めることに関して、「マイナス金利の効用を自ら否定することになるのではないか」との指摘も目にするが、「1 月は金利で攻めて、4 月は量・質で攻める。これにより全三次元での強化を果たす」

¹ 詳しくは本欄 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。

という説明は有り得る(しかし、この理由付けは今後繰り返し使えるものではない)。

いずれにせよ日銀は追加緩和をやろうと、やるまいと厳しい状況に立たされる。だとすれば、今後の円高パスを見越して、投機ポジションの清算を睨みつつ、円安方向への押し上げを図るのも一手と考える可能性はあるだろう。たとえ円高・ドル安が基軸通貨の意向という宿命めいたものだとしても、「抗えるだけ抗う」というスタンスはこれまでの黒田日銀の政策運営とも整合的である。その分、将来的なドル/円相場の着地点を引き上げることができるのであれば、あながち無駄な一手でもない。仮に、本日の水準(109 円台)で追加緩和が行われた場合、113～114 円程度までの円安はあり得るだろう。とはいえ、それ以上の水準が持続できるか否かはやはり米国次第と言わざるを得ない。

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

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高・金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
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～
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」と言う勇氣
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「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にならなかった米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」～