

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 1 日)

日銀金融政策決定会合を終えて(7 月 28～29 日開催分)

28～29 日の日銀金融政策決定会合は追加緩和を決定。現行のマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策(QQEN)において、株価指数連動型上場投資信託(ETF)の年間購入ペースを 3.3 兆円から 6 兆円へ倍増させる決定を行った。緩和は市場予想通りだが、「質」に偏った政策強化は当然ながら大きな失望を買っている。筆者は現状維持を予想していたが、結果的には「限りなく現状維持に近い追加緩和」だったように思われる。技術的には国債を対象とする「量」の拡大が難しく、金融システムへの負担に鑑みれば「マイナス金利」の深堀りも難しい。しかし、政府・与党との協調姿勢が求められる中、無回答というわけにもいかない。よって唯一可能な「質」の強化に走ったというのが実情だろう。注目は 9 月に行われる QQEN に対する検証の行方。「所期に想定された効果が表れつつあるため、“量”の次元について緩和の手を緩める」といった展開か。仮にそうなった場合は円高シナリオの確度を高めるものになるだろう。日銀の追加緩和は円安に効かないが、こうした緩和縮小は残念ながら円高に効く可能性。

～「質」偏重で失望～

28～29 日の日銀金融政策決定会合は追加緩和を決定した。具体的には、現行のマイナス金利付き量的・質的金融緩和(QQEN)において、株価指数連動型上場投資信託(ETF)の年間購入ペースを 3.3 兆円から 6 兆円へ倍増させる決定を行っている。一方、国債の年間購入ペースは変わらず、マネタリーベースの年間増加ペースは 80 兆円が維持された。また、鳴り物入りで今年 1 月に導入された日銀当座預金に対するマイナス金利政策についても▲0.1%で据え置きとされ、不動産投資信託(REIT)の年間購入ペースも 900 億円で維持された。追加緩和決定は大方の予想通りだが、「質」的金融緩和に偏った政策強化は当然ながら失望を招く結果に終わっている。また、同日夜に発表された米 4～6 月期 GDP が市場予想を大きく下回ったことも駄目押しとなり、ドル/円相場は会合前の 105 円から一時 101 円台まで急落している。本欄では飽きるほど述べてきたように、所詮は米国の実体経済が利上げに付随するドル高を受け入れられないのであれば、円高・ドル安相場が進まざるを得ない。これは過去 1 年も今後 1 年も同じである。

～現状維持より悪手？～

筆者は現状維持を予想していたが、結果的には「限りなく現状維持に近い追加緩和」だったと言える。技術的には国債を対象とする「量」の拡大が難しく、金融システムへの負担に鑑みれば「マイナス金利」の深堀りも難しい。しかし、大型経済対策を発表した政府・与党との協調姿勢が求められる中、無回答というわけにもいかない。よって唯一可能な「質」の強化に走ったというのが実情と推測される。このような解釈は市場のそこかしこで見られているものであり、いわゆる「手詰まり」感がかつてないほど醸成されている。こうしたムードを作ってしまったという点において、現状維持よりも筋が

悪かったかもしれない。とはいえ、マイナス金利の深堀りを避けたことは、金融システムへのダメージを押さえるという意味で聡明な選択だったと言えるが、7兆円余りの自己資本に対して、現在9兆円のETF保有残高がさらに拡大していくという事実は相応に重いものだろう。

～検証の意味:撤退か、予告ホームランか、お別れ緩和か～

そもそも緩和の理由として「英国のEU 離脱(Brexit)問題や新興国経済の減速」が挙げられており、リスク対応ないし予防的緩和を持ち出した2014年10月のハロウィン緩和及び今年1月のマイナス金利とロジックが酷似している。ラフに言えば「大勢に影響はないが、リスクが心配なので手当てした」という言い分である。しかし、前日のFOMCでBrexitに絡んだ短期的なリスクの後退が指摘されたばかりであるし、また、震源地であるイングランド銀行(BOE)や近隣のECBも現状維持で乗り切っている。実際、株や為替などの市況も戻っており、「展望レポート」の下方修正も限定的なものであった。斯かる現状を踏まえれば、今回の緩和ロジックにはやはり無理筋感を覚える。「日銀は政治的な緩和圧力を無視できない」との市場の思惑は概ね当たったと言えそうである。

こうした無理筋緩和を強いられる現状を考慮してか、声明文では次回の金融政策決定会合においてQQENの効果検証が行われるとの旨が示され、執行部にその準備が指示されたとある。現状では検証がどのような方向性を見据えたものなのかは全く分からないが、大まかに言って解釈は2通りある。具体的には、これを①緩和予告と見なすか、それとも②撤退予告と見なすかである。筆者は(希望も込めて)②の展開を予想したい。声明文には長期国債の購入に関し、「金融市場の状況に応じて柔軟に運営する」との表現が記述されており、月次の国債買い入れのパターンについて債券市場から意図が分かり難いとの声が出始めていることなどを踏まえれば、やはりある種のテーパリングが想定されている可能性は拭えない。国内外の経済・金融情勢を踏まえれば、金利上昇を抑制しつつテーパリングを実施することは可能と考えられる。

こうした無理筋緩和を強いられる現状を考慮してか、声明文では次回の金融政策決定会合においてQQENの効果検証が行われるとの旨が示され、執行部にその準備が指示されたとある。現状では検証がどのような方向性を見据えたものなのかは全く分からないが、大まかに言って解釈は2通りある。具体的には、これを①緩和予告と見なすか、それとも②撤退予告と見なすかである。筆者は(希望も込めて)②の展開を予想したい。声明文には長期国債の購入に関し、「金融市場の状況に応じて柔軟に運営する」との表現が記述されており、月次の国債買い入れのパターンについて債券市場から意図が分かり難いとの声が出始めていることなどを踏まえれば、やはりある種のテーパリングが想定されている可能性は拭えない。国内外の経済・金融情勢を踏まえれば、金利上昇を抑制しつつテーパリングを実施することは可能と考えられる。

では、どのような変更があり得るのか。これは今後6週間で時間をかけて考えていきたいが、黒田総裁は「できるだけ早期に2%を達成するという点は、変更するつもりはない」と述べており、「インフレ率2%の追求」という戦略自体は不変と宣言している。ゆえに、修正されるのはそこへ至るための戦術(≒QQEN)になる。真っ当に考えれば各方面からすこぶる評判の悪いマイナス金利について撤廃を検討した上で、付利を復活させ、「量」の面ではテーパリングという修正が最も腑に落ちる。しかし、さすがにマイナス金利撤廃は朝令暮改を地で行くものであり、可能性が低い。「所期に想定された効果が表れつつあるため、“量”の次元について緩和の手を緩める」といったところだろうか。

むしろ、①のパターンがないわけではない。いわゆるECBのような予告ホームラン型の追加緩和

日銀政策委員の大勢見通し

(前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2016年度	0.8～1.0 <1.0>	0.0～0.3 <0.1>	
4月時点の見通し	0.8～1.4 <1.2>	0.0～0.8 <0.5>	
2017年度	1.0～1.5 <1.3>	0.8～1.8 <1.7>	
4月時点の見通し	0.0～0.3 <0.1>	1.8～3.0 <2.7>	0.8～2.0 <1.7>
2018年度	0.8～1.0 <0.9>	1.0～2.0 <1.9>	
4月時点の見通し	0.6～1.2 <1.0>	1.0～2.1 <1.9>	

(注)◇内は政策委員見通しの中央値。(資料)日本銀行

だが、このやり方はまず間違いなく市場の失望を買う。ECB の実績を見れば説明を要しないだろう。しかし、「今回の措置をもって十分な策を講じたので、“量”の次元については緩和の手を緩める」といったやり方もあるかもしれない。要するに①&②の折衷案としての③といったパターンである。市場では「お別れ緩和」などと呼ばれるかもしれない。現状のところ、この可能性も否めない。

～日米双方から予想される円高シナリオ～

今回の会合結果を受けても本欄のドル/円相場見通しは変わらない。引き続きドル/円相場は米国の通貨政策に沿って下値リスクの大きい局面が続くだろう。日銀会合後は 103 円台を維持していたドル/円相場だが、同日晩に公表された米 4～6 月期 GDP の予想比悪化を受けて一時 101 円台まで急落してしまった。結局は基軸通貨を司る米実体経済の現状が芳しくない以上、ドル高には振れにくいのである。新しい米大統領が、クリントン氏、トランプ氏のどちらになろうとも、ドル高を容認する可能性は低そうであり、いずれ FRB の金融政策もこれに収斂されてくるはずだ。

9 月、QQEN の効果検証がどのような形で出てくるのかは定かではないが、筆者は今のところ、「相応の政策効果を認めつつも、“量”の次元を中心として現行枠組みを縮小方向へ見直す」という展開を想定している(その際の追加緩和については現時点では想定しないが、今後 6 週間で見極めたい)。残念ながら日銀の追加緩和は円安に効かないが、こうした緩和縮小は円高に効くのだろう。今夏を境としてドル/円相場が二桁定着となり、今後 1 年間についてもじりじりと下値を切り下げて行くという本欄のシナリオは米国側だけではなく、日本側からも補強される展開になりつつある。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかにやり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経駿則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
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～
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フレーションとユーロ高懸念
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	TLTRO2I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	中国版プラザ合意へ備える期待について
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～