

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 23 日)

黒田日銀総裁インタビューを受けて

材料難の中、産経新聞による黒田日銀総裁の単独インタビューが話題となっている。9月21日に発表が予定される「総括的な検証」を踏まえた上での「次の一手」がどのような形になるのかは目下、市場参加者の大きな注目論点であり、これに対してヒントを与えるような内容となっている。同インタビューのポイントをまとめると①「総括的な検証」を踏まえて追加緩和という可能性もあること、②マイナス金利の深堀りは有り得ること、③検証結果は声明文と同時公表であること、④サプライズ型運営の修正を示すことの4点。今回の総括的検証ではサプライズ型の「戦闘」や量を主軸とする「戦術」を見直す契機になりそうだが、より重要な上位概念である「戦略」の見直しに踏み込み、「2年で2%」という表現をどの程度修正することができるのかは定かではない。

～インタビューのポイント4つ～

材料難の中、産経新聞による黒田日銀総裁の単独インタビューが話題となっている。9月21日に発表が予定される「総括的な検証」を踏まえた上での「次の一手」がどのような形になるのかは目下、市場参加者の大きな注目論点であり、これに対して相応のヒントを提供する内容となっている。同インタビューのポイントをまとめると①「総括的な検証」を踏まえて追加緩和という可能性もあること、②マイナス金利の深堀りは有り得ること、③検証結果は声明文と同時公表であること、④サプライズ型運営の修正を示すことの4点である。

まず、①に関しては、「総括的な検証の結果、9月の会合で、金融政策を変更する可能性は」との質問に対し、「総括的な検証を踏まえ、その時点の経済・金融情勢を議論し、必要な場合には躊躇なく追加的な緩和措置を講じる可能性は十分ある」と回答している。8月4日の岩田副総裁講演において「デリケートな政策調整のあり方を検証し、気配りしていきたい」といった発言が見られていることから、総括的検証は前進(≡追加緩和)ではなく後退(≡テーパリング?)を意味するとの解釈が大勢となっている。こうしたムードを払拭したいという思いが、黒田総裁の発言に繋がっていると思われる。しかし、現実問題として、後述するマイナス金利を含め、「では何をやるつもりか」という「次の一手」に対する根本的な疑問は残る。

～マイナス金利深堀りは諦めていない体裁だが・・・～

また、②に関し、「次の一手」の論点となれば当然、「マイナス金利を強化(深堀り)する可能性は」との質問が出てくる。黒田総裁は「欧州のいくつかの中央銀行が早くから導入し、マイナス金利の程度も日銀より大きい。技術的な意味では、マイナス金利をさらに引き下げる余地があるということは間違いないと思う」と述べた上で、金融仲介機能への影響も限定的との考えを示し、「マイナス金利の限界にはまだ到達しておらず、むしろ所期の効果を発揮している」と全面肯定の姿勢を貫いている。足許では金融庁によるマイナス金利懸念が取り沙汰されるが、この点も質問が出ている。「金融

片は、3メガバンクの今年度決算について『マイナス金利で3千億円程度の減収要因になる』と試算し、日銀に懸念を伝えたようだ(がどう思うか)」との問いかけに対し、「過去3年をみると、金融機関は利ざやの縮小にもかかわらず、非常に高い収益をあげている(中略)ただ、これからの状況を考えると、収益に対してどのような影響が出るか注視する必要がある」と述べている。「過去の高収益で乗り切れる」という従前の主張が繰り返され、まだ深堀りを諦めていないように見える。

だが、「影響を注視する」と述べていることにも注目しておきたい。家計・企業・政府など、あらゆる経済主体から忌み嫌われている政策を一段と強化するのは相当勇気が要るはずだ。それで円安が付いてくればまだ良いが、米通貨・金融政策の現状を踏まえれば、もはやその芽も摘まれてしまっている。①や②は「勝手に限界を決めつけるな」という黒田総裁の強気の思いが反映されていると思われるが、もはや日銀の金融政策に関し、フロンティアはさほど残されていないのは事実であり、市場で緩和限界論が浮上するのは致し方あるまい。しかし、国債購入という「量」の追求に関し技術的限界が訪れている以上、日銀が手にする唯一の円高けん制ツールはマイナス金利政策の持つ拡張可能性であり、その撤回までは考えていないだろう。

③に関しては市場に無用な混乱を招かないために、現段階で明らかになったことはポジティブだと言えよう。最後の④に関しては、「政策決定会合で決まる内容を事前にアナウンスするという予見可能性のものではない」と述べてはいるものの、「金融政策のあり方をよく示すという意味では有益」などと述べており、やはりこれまでの「衝撃と畏怖」に訴えかけるような手法を変えることを示唆している。サプライズ型の運営が常態化してしまうと、如何に丁寧の説明を心掛けても自己実現的な追加緩和期待が残り、有りもしない緩和への期待から失望を招くはめになる。昨年来、日銀はこの副作用を痛感しているはずであり、先行きのショックを和らげるような情報発信スタイルへ、(明示こそしないものの)今後は変わってくることが予想される。

～購入額レンジ化は良いとして、「戦略」は変わるのか～

現状、市場のコンセンサスは「国債購入額のレンジ化ないし柔軟化」であり、例えば現在の年間80兆円を「70～90兆円」などによって、購入額の縮小(つまりテーパリング)を可能にしようとするものである。この点、「年80兆円の国債購入量を柔軟化したり、平均年限基準(現在は7～12年)を緩和したりする考えは」というストレートな質問が出ているが、黒田総裁は「国債買い入れ額に幅を持たせるかとか、購入対象国債の平均年限基準をどうするかとか、具体的な話についてはあくまでも総括的な検証を踏まえて、会合で議論し、今後やるべきことを決める」と述べており、肯定・否定もしていない。国債購入額のレンジ化は十分検討される可能性が有りそうに見える。

しかし、本欄2016年8月5日号『総括的な検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～』でも述べたように、本当に足許の金融政策運営を日銀が総括し、検証するのであれば、真に問われるべきはマイナス金利付き量的・質的金融緩和(QQEN)という「戦術」ではなく、「2年で2%」という厳格なインフレターゲットという「戦略」の枠組みである。この点、黒田総裁はインタビューの中で「2%目標は一種のグローバルスタンダード(国際標準)なので、変えるという話は全くない」と断言しており、声明文から2%という数字が消えることはなさそうである。潜在成長率がゼロ近傍まで落ち込む中で、インフレ率を常態的に2%にすることが果たして現実的なのかという根本的な疑問があるが、この点は撤回の余地がないように見受けられる。であれば、せめて

「2 年」という期限の撤回は検討されて然るべきだろう。周知の通り、既に「2 年」という期限は形骸化しており、ここで撤回してもショックは限定的と思われる。例えば、「2%を視野にできるだけ早期に」など、期限の制約を緩めるような修正を行い、「戦略」の厳格性を調整するような措置を期待したいところである。期限が決められていると、「期限に間に合いそうもないので追加緩和」という思惑が付き纏うことになる。無理筋な「戦略」を修正して初めて、有意義な「戦術」の修正が可能になる。

今回の総括的検証ではサプライズ型の「戦闘」や量を主軸とする「戦術」を見直す契機になりそうだが、より重要な上位概念である「戦略」の見直しに踏み込むことができるのかは、現段階では定かではない。そもそも 9 月 21 日時点の市況(特に株・為替)が大荒れとなっていた場合、実質的なテーパリング方針を含む「戦術」の見直しすら難しくなる可能性もある。

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8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
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)
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	明らかにになり始めた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～円の信託を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「本」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諸観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	経験則に学ぶドル/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・リンダ事件
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「秩序の(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～基礎通貨には逆らえず～)
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」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～侮やまれる満点回答～)
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?～