

みずほマーケット・トピック(2016 年 9 月 14 日)

日銀会合プレビュー～「量との決別。金利への転進」～

来週 9 月 21 日の日銀金融政策決定会合はあくまで「検証結果の公表」という位置付けに止まり、追加緩和は 11 月以降の公算が大きいと筆者は考えている。今回、追加緩和を見送る理由は、主に①直後の FOMC において利上げ観測が消えないこと、②ドル/円相場は焦るような水準にはないこと、③トランプ大統領誕生リスクに備えたいことなどが考えられる。とはいえ、今回の検証作業の真のテーマは「量との決別。金利への転進」であり、これに伴う何らかの意思決定はどうしても必要。国債購入金額のレンジ化や長期金利ターゲットへの移行が注目されるが、問題はこうした措置が円高リスクを孕むこと。その円高への保険としてマイナス金利を予想するか否かが今回会合に関し、最も意見が分かれる部分と思われる。筆者は年初来安値を割り込むような動きでもない限り、今回の会合におけるマイナス金利深堀りは困難と考える。

～9 月 21 日に何が起きるか？～

いよいよ、マイナス金利付き量的・質的金融緩和(QQE)に関する総括的検証の公表を控えた日銀金融政策決定会合まで1週間となったところで、簡単にプレビューを行っておきたい。現状、9月21日会合に関する市場の思惑は多様であり、追加緩和の有無に関しては見方が割れている(ブルームバーグ調査の追加緩和予想は54%。なお、筆者は現状維持で回答)。過去3年半に亘る金融政策運営において、「市場との対話」が概ね崩壊していることもあって、総裁を筆頭とする要人発言をどの程度、額面通り受け止めるべきなのか決めかねる市場参加者が多いのだろう。きわどい予想にはなるが、今会合はあくまで「検証結果の公表」という位置付けに止まり、追加緩和は 11 月以降の公算が大きいと筆者は考えている。日銀内部で局横断的に実施されているだろう総括的検証は相応のロジックと計量分析に裏打ちされた「3 年半の政策運営を正当化する総決算」という色合いが濃くなるはずである。折角、「正当化の総決算」をしたのに、追加緩和をすれば、正当化の軸がぶれてしまうことになりかねないだろう(緩和が効いていれば追加緩和は不要である)。

～追加緩和を見送る 3 つの理由～

今回、追加緩和を見送る理由は他にもある。主として①直後の FOMC において利上げ観測が消えないこと、②ドル/円相場は焦るような水準にはないこと、③トランプ大統領誕生リスクに備えたいことである(①と②はセットになっている側面もあろう)。市場参加者の心理を踏まえれば、①は軽視できない。幸いにして今回の日銀金融政策決定会合は利上げ期待が燦々 FOMC の直前に開催される。仮に、日銀の決定が失望を招くものであったとしても、市場参加者は容易にドル/円を売るわけにはいかない地合いと考えられる。また、為替相場が日銀の政策反応関数にとって重要なドライバーとなってきた以上、②も見逃せない。足許のドル/円相場の水準(103 円近傍)は大きな失望を買った 7 月 29 日会合後の水準(102 円近傍)よりも高い。あれから 1 か月半で、何らかの政策変更を

しなければならぬほどの重大な市況変化があったとは言えず、動く理由がない。

もちろん、後述するように、「量」の追求後退を示唆することで円高進行が予想されるため、これを相殺するという観点からマイナス金利の深堀りが合わせ打ちされる可能性はある。ただ、執行部を中心として金融仲介機能の毀損が懸念される中、果たして軽々にその一手を打ってくるだろうか。この点、目先の米大統領選挙の行方が重要な意味を持ち、③が無視できないと考えられる。ここに来てヒラリー・クリントン民主党大統領候補の健康問題がクローズアップされたことで、ドナルド・トランプ共和党大統領候補に勝ち目が出てきたという報道が散見され始めている。円高進行にも拘わらず、今年4月28日や6月15～16日の日銀金融政策決定会合で現状維持が決断された背景には6月23日に控えた英国のEU離脱(Brexit)を問う国民投票へ向けたカード温存の意図があったとも言われる。結果的に、そうした温存が奏功したのは事実であり、今回も不測の事態に備えて現状維持という決断はあり得るのではないか。

～真のテーマは「量との決別。金利への転進」～

以上のような理由を踏まえれば、今回、追加緩和が実施される可能性は低いというのが筆者の基本認識である。しかし、話はそう単純ではない。日銀が突如、総括的検証の実施を思い立ったのはQQEが3年半という節目を迎えるからというカレンダー的な理由からではない。また、表向きは「2%の『物価安定の目標』をできるだけ早期に実現する観点」からの総括的検証とも言われるが、これも建前だろう。本当に総括的検証が必要になった理由は年間80兆円のマネタリーベース(MB)増加という「量」の追求が困難になったからという一点に尽きる。1月29日に副作用の強いマイナス金利を導入したのも同様の理由からだろう。斯かる状況下で行われる今回の検証作業の真のテーマは「量との決別。金利への転進」であり、これに伴う何らかの意思決定はどうしても必要になる。その意思決定が円高を招く可能性があるため、追加緩和観測も排除されないのが現状と見受けられる。

「量」との決別に関し、現在市場で囁かれているのが、国債購入金額のレンジ化や長期金利ターゲットへの移行である。前者は既存の80兆円を「70～90兆円」や「60～100兆円」にして実態としては購入金額を下方修正するという決定であり、後者は「10年金利が0.1%前後で安定推移するように国債購入を続ける」といったような決定である。「量」はインフレ期待の押し上げに効いているというのが黒田日銀のロジックであるから、撤回されることはないだろうが、いずれかの道を選ぶことで「これまでほど買わなくて良い修正」を施す可能性は高いのだろう。

～マイナス金利は円高への保険～

しかし、金融市場、特に為替市場は最も極端なケースを織り込みにくい。どんなに巧くロジックを仕立てても、追求される「量」の絶対量が減少すれば、それに着目して円買いが加速する可能性は高い。ゆえに、日銀としてはこれを和らげるような措置が必要になる。今回、その評判の悪さにも拘わらずマイナス金利の深堀りを予想する向きが多いのは、「量」の絶対量削減に伴い生じた円高圧力を相殺するための保険としての意味合いが強そうである。また、保険という意味では成長基盤強化の貸出支援基金に課される金利をマイナス化する措置なども囁かれている(イールドカーブフラットニングによる金融機関収益への悪影響を和らげるという観点からも同措置は検討される可能性がある)。しかし、「円高が不安だから」という理由だけでマイナス金利を深堀りすることに関し、支持する

声は決して多くないだろう。円高と言っても、年初来安値を更新するほどの動きでもない限り、安易な深堀りは考えられない。今回の会合はまだその時ではないように思われる。

なお、今回の意思決定如何に拘わらず、次回会合以降の緩和の主軸はマイナス金利が担うというのは既定路線だろう。既に黒田総裁は「マイナス金利政策という新しい実践的な政策手段を取り入れたことによって、より大きな自由度を獲得した」と述べており、その拡張可能性を明言している。恐らく総括的検証の結論は、「量の追求によるインフレ期待上昇、マイナス金利による名目金利押し下げによって実質金利の低下が実現し、消費・投資意欲が刺激され、物価上昇に至る」といったロジックに落ち着くのだろう。要するに現行路線の追認である。現行路線を追認しつつ、「量」から「金利」への転進を如何に巧く実現するかが今回の検証作業の要諦と言える。

ちなみに、日銀が「量」ではなく「金利」を重視しようとする背景は、「量」の追求が難しいという技術的な問題だけではない。米国の景気拡大局面が成熟化しつつある中、来たるべき FRB の緩和局面という展開も念頭に置く必要がある。仮に、「量」の緩和合戦となった場合、既に極限まで購入を進めてしまっている日銀に勝ち目はなく、円高を止める手段が尽きてしまうことになる。だからこそ、次元の違う「金利」という土俵で戦っているという既成事実を作っておく必要がある、不測の円高には深堀りで対応できるというロジックを用意しておく必要があるのである。各方面から評判が悪いからと言って、マイナス金利を撤廃するわけにはいかない理由は、それを捨ててしまえば将来の円高に対して空手になってしまうという危機感も効いているのだろう。

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はバロメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
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(人民元ショックから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	明らかに開始した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	投機ボジションにおける「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シ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