みずほマーケット・トピック（2016 年 9 月 26 日）

ハードルが上がった日銀の追加緩和

新たな枠組みの下でも、今後の日銀の「次の一手」として注目される対象はやはりマイナス金利の処遇。黒田総裁は必要に応じて躊躇しない構えだが、新たな枠組みの下で、そのハードルはかなり上がったと言える。というのも、マイナス金利を深掘りすれば、「ゼロ%程度」でペッグしている10年金利への影響（具体的には金利低下圧力）も不可避となる。マイナス金利を深掘りすることで「ゼロ%程度」から下方乖離する圧力が働けば、日銀の国債購入は減速することになる。問題はその減速ペースだが、これが今の所、はっきりしないため市場も動けない面がある。仮に、それが著しいものになれば、ソロスチャートのような「迷信」を信じていた向きが円買いを進める恐れもある。そうした「迷信」の信者達に見つからずに、「量」からの撤退作戦を如何に進めるかが今後の課題となるか。総じて、マイナス金利の深掘りは、元より存在する①金融仲介機能への弊害に加え、②「量」の縮小が円高を招来する懸念もはらむため、実施のハードルは高いと考えられる。

～日米金利差縮小に応じた円高～

先週末から本日にかけての為替相場は方向感の無い地合いが続いているが、ドル/円相場に関して見れば、先週 1 週間で約 1 円円高が進んだ。これは素直に 21 日の日米金融政策決定会合の結果を反映したものと言える。「量の基準に照らせば引き締め方向の枠組み変更を行った日銀、8 月下旬以降強く望んでいた利上げをできなかった FRB」という構図は、結果として日米金利差の縮小を招くものであり、為替相場が円高・ドル安で反応することは何ら不思議ではない。

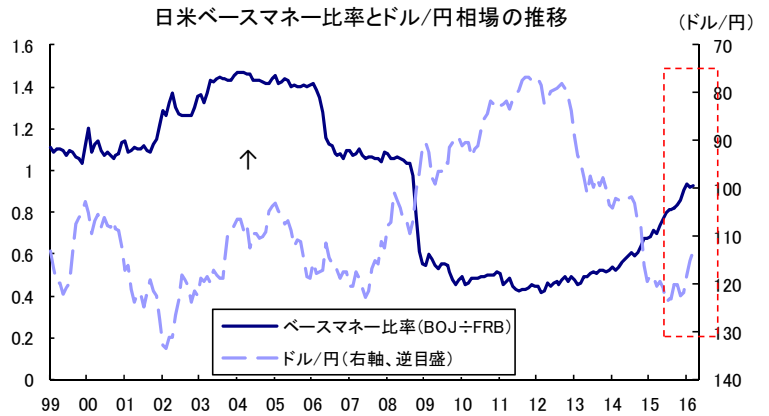
～難しくなったマイナス金利の深掘り～

日銀の新たな政策枠組み「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（QQE）」は実態が掴み切れていない部分が大きいものの、その評価は一様に「分かりにくい」という声に集約される。総括的検証は国債購入を主体とする「量」、上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（REIT）を主体とする「質」、今年 1 月に導入されたばかりのマイナス金利のいずれも効果があるとし、その上で調節目標からは「量」を外し、新しく「長短金利」を設定した。さらに枠組み自体はオーバーシュート型コミットメントで補強され、強い時間軸効果を付加した格好になっている。市井の人々はおろか、市場参加者でも日銀ウォッチを専門にする人々でない限り、枠組みを完全に理解するのは難しいだろう。いや、操作変数が増えたため、日銀ウォッチを専門にしている人々にとっても予想形成が一段と難しくなったと言える。「量」による一点突破を主軸に分かりやすさを追求し、「期待に働きかけることでフィリップス曲線のシフトアップ」を狙っていた当初の志はもはや忘却の彼方といった印象が抱かれる。

なお、操作変数が増えたとは言え、今後の日銀の「次の一手」として注目される対象は当然、新たに主軸に据えられた長短金利の修正、とりわけマイナス金利の処遇となる。黒田総裁はマイナス金利の深掘りに関し、「必要に応じて追加緩和をする」姿勢が変わっていないことを強調しているが、

新たな枠組みの下で、そのハードルはかなり上がったように思われる。というのも、マイナス金利を深掘りすれば、「ゼロ%程度」でペッグしている 10 年金利への影響(具体的には金利低下圧力)も不可避となる。もちろん、緩和路線を志向している以上、金利低下をことさらリスク視する必要はない。しかし、ここで「量」を捨て切れなかったことによる障害に直面することになる。新たな枠組みの下では、今後観測されるマネタリーベースの増減はあくまで 10 年金利を「ゼロ%程度」にペッグしたことの「結果」という位置付けである。もちろん、年間 80 兆円が引き続き目途として示されているが、黒田総裁自身が「国債買入れの額については、「イールドカーブ・コントロール」ですので、増減することはあり得る」と述べているように、約束されたものではない。マイナス金利を深掘りすることによって 10 年金利が「ゼロ%程度」から下方乖離する圧力が働けば、日銀の国債購入は減速し、80 兆円を割り込むことになる。この減速具合がどの程度のものになるかが読めないからこそ、市場の値動きもはっきりしないものになっている面があろう。

だが、一部でステルス・テーパリング(隠れた量的緩和縮小)との言葉も見られているように、仮に国債購入の減速が著しいものになり、それが市場で指差されるようになれば、それが原因で円高になる可能性はある。「これからは量ではなく金利が大事」と日銀が主張しても、ソロスチャートのような「迷信」を信じて円売りしてきた向きは失望するかもしれない。もちろん、昨年半ばを境に日米ベースマネー比率とドル/円相場の間に安定的な関係は見られず(図中点線赤部分)、「量で攻めても円安にならない」という事実はとうの昔に白日の下に晒されている(何度晒されれば分かるのか・・・という思いを禁じ得ない)。それゆえ、今さら「量」の増加ペースが減速することを見て円を買い戻すのはナンセンスである。しかし、「量」を信奉する向きがテーパリングという言葉を必要以上に重く受け止める可能性はやはり否めまい。いずれにせよ、金利ペッグを導入した裏で「量」の拡大が放棄されるプロセスが静かに始まっているのは確かであり、上述したような「迷信」の信者達に見つからずに、「量」からの撤退作戦を如何に進めるかが今後の課題となりそうである。



(資料)Datastream

～緩和の「目的」ではなく「手段」に目が奪われていないか～

つまり、マイナス金利の深掘りは、元より存在する①金融仲介機能への弊害に加え、②「量」の縮小が円高を招来する懸念もはらむため、実施のハードルは高そうである。もちろん、10 年金利に関し、「ゼロ%程度」としているペッグ水準を引き下げれば、その裏側で許容しなければならない「量」の減少も限定される。そのため、マイナス金利深掘りは長期金利の操作目標引き下げも伴う公算が大きい。これは、言い換えれば、マイナス金利の深掘りを行うにしても、それに併せて長期金利のマイナス圏(ゼロ未満)でのペッグも付いてくるという話である。今回の総括的検証が、「量」にまつわる技術的限界に加えて、金融仲介機能への弊害という論点も出発点になっていたことを思えば、やはりマイナス金利深掘りは簡単な選択肢には思えない。先週の本欄でも述べたように、ドル/円相

場が二桁に定着した上で、95 円割れを試すような展開にでもならない限り、追加緩和は決断されないのではないか。株価が日銀による ETF 購入で支えられているという現状を踏まえれば、尚の事、追加緩和のインセンティブは小さくなる。

また、市場における日銀の金融政策を巡る議論も、本来あるべき「それが如何に実体経済を刺激し、物価を押し上げるか」という目的に着目した論点から、「相互に矛盾する政策を如何に成立させるか」という手段に着目した論点にシフトしつつあるように見受けられる。手段が複雑化したことで、外野としてはその理解に腐心せざるを得ず、本来の目的が二の次になっているのではないか。

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に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/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年9月23日	週末版（日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～）
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
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」～
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～注目はパラメーター修正の「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～いよいよ諦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	TLTROⅡ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HICP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