

みずほマーケット・トピック(2017 年 1 月 26 日)

日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～

昨日の日銀による国債買い入れオペ見送りは為替市場の観点からは、非常に勇気があるものだったと言える。ただでさえ円高に振れそうな材料が蔓延している状況であり、見方によっては危険な「火遊び」にも思われる。一方、「今しか出来ない決断だった」との見方も。総括的検証を経て長短金利操作付き量的・質的金融緩和(QQE)に組み替えた段階で、「日銀の本音は量から金利へのレジームチェンジ」との論点は市場にほぼ浸透しており、あとはそのタイミングを予想する段階にあった。今回の見送りにより「約 80 兆円」という買い入れペースの目処を正式に引き下げることが視野に入った。なお、今回は自らの判断で引き締め方向の調整を行ったが、今後はトランプ大統領の顔色を慮る格好でそうした対応を取らされる可能性もあろう。例えば、日銀のイールドカーブコントロール(YCC)が持つ為替操作性が指差される展開などは警戒。

～為替にとっては危険な「火遊び」にも～

昨日はNYダウ平均が史上初の2万ドル台に乗せており、米10年金利も年初来高値である2.50%を突破する動きが見られたものの、ドル相場の上値は重く推移した。トランプ大統領の意向に沿えば、株や金利の上昇は容認できても通貨はそうはいかないという実情を汲み取った動きにも見える。こうした米金利とドルのデカップリングが続くかどうかは今後の為替予想にとって1つの注目点である。とはいえ、短期的な為替相場は2通貨間の金利差に応じて動くことを踏まえれば、昨日の円金利が上昇している以上、ドル高がさほど進まないのは自然との見方もあり得るかもしれない。

昨日の東京時間午前の為替市場では実施されると思われていた国債買い入れオペが見送りになったことで、月間購入額ひいては年間約80兆円が目処とされているベースマネーの増加ペースについて引き下げへの思惑が強まり、円金利と共に円も上昇した。要するに量的緩和(QE)の縮小(テーパリング)を見越した円買いであり、値動きとしては分かりやすい反応ではある。決定の背景としては「最近のオペ結果や市場の需給を勘案」したことが挙げられており、中短期ゾーンの需給逼迫を踏まえ札割れ懸念などがあったことが理由とされている。

為替市場の観点からは、こうしたタイミングでの決定は非常に勇気があるものだったと言える。結果的に113円付近までの円高で済んだことに関し、日銀は胸を撫で下ろしていることだろう。年明け以降、トランプラリーと呼ばれたお祭りムードは明らかに転換しており、しかもトランプ大統領が日本の貿易黒字や自動車産業を名指ししている状況下、昨日午前中には本邦2016年貿易収支が6年ぶりの黒字に達したことが大々的に報じられていた。ただでさえ円高に振れそうな材料が蔓延している中で日銀としてこうした引き締め方向の決定を打ち込んだことは、やはり意外感があった。仮に、昨晚もしくは本日にかけて大統領を含むトランプ政権要人から再びドル高けん制が行われ円高地合いとなった場合、日銀もその片棒を担いだ犯人と指差されかねない状況であった。見方によっては危険な「火遊び」にも思われる。いや、もしかしたら、最近のトランプ大統領の言動を受けて

「多少円高になっても構わない」程度の思いはあったのかもしれない。

～今しか出来なかった？～

一方、「今しか出来ない決断だった」との見方もある。昨年 9 月 21 日の総括的検証を経て長短金利操作付き量的・質的金融緩和 (QQE) に組み替えた段階で、「日銀の本音は量から金利へのレジームチェンジ」との論点は市場にほぼ浸透しており、あとはそのタイミングを予想する段階にあったのは確かではある。今回の見送りにより年間購入額は 60 兆円程度まで落ち込むと見られているが、それ以前は 70 兆円程度と見られていた経緯もあり、元々声明文に残った「約 80 兆円」の取り扱いに難儀していたという事情はあった。今回の決定によって「約 80 兆円」という買い入れペースの目処を正式に引き下げるための露払いが済んだと見ることもできる。

今後、トランプ大統領の下での通商・通貨政策が保護主義且つドル高方向に傾斜しそうなことを踏まえれば、今後、円相場が騰勢を強める展開は十分想定される。恐らくそうってからでは今回のような決定は難しかっただろう。昨年来、日銀は「量」の削減を念頭に置いていたと見られるが、そうして思いあぐねているうちに、トランプ大統領誕生により米国発の世界的な金利上昇が発生した。本来、自分の意思とタイミングで買い入れ縮小の決定を行い、それにより金利が浮揚し、その後に消費者物価指数 (CPI) 上昇を見てからゼロ%ペッグの引き上げという流れが 1 つの理想だったかもしれない (CPI が加速し始めてから利上げでは制御が難しくなる可能性もあるため決定は早く取られる可能性がある)。米金利急騰と共に円急落を招いたトランプラリーは日銀にとって「嬉しい誤算」だが、円金利の急騰を招くことなく無難に「量」の削減を進めたいという本音に照らせば残念な出来事であったとも言える。

しかし、2017 年に入って以降、トランプラリーは失速する時間帯が目立つようになった。今後、トランプ政権下での拡張財政の内容が明らかになってくればまた世界的な金利上昇が発生するかもしれない。そうなれば買い入れ縮小の意思表示はまた難しくなる。そのように考えれば、このタイミングで決定に踏み切ったことは首肯できる。恐らく今夏から今秋にかけて本邦の CPI がコアベースで 1% の大台に乗り、物価面からは引き締め的な対応 (利上げやテーパリング) の理由が付きやすくなると思われるが、それはあくまでも過度な円高が進んでいなければという条件付きの話である。110 円以上を安定的に維持できている今ならば、まだ糊代があるとの判断だったのではないか。

そもそも 9 月 21 日以降、長短金利操作付き QQE の操作目標はあくまで金利 (短期金利の ▲0.1% と 10 年金利のゼロ%) であってベースマネーではない。また、オーバーシュート型コミットメントの対象はベースマネーではあるものの、コミットされているのは「ベースマネーの拡大方針」であって水準については何も約束されていない (あくまで 10 年金利をゼロ% にペッグするための目処が 80 兆円程度であるに過ぎず、これは可變的と考えられている)。年間の長期国債購入額を減らしたところで厳密には金融政策の引き締めには相当しないというのが日銀の説明となろう。適切な金利調節が「主」であって、結果としての仕上がりであるベースマネー増加額は「従」という理解である。

～黒田体制にとって最後且つ新しい 1 年に～

なお、今回は自らの判断で引き締め方向の調整を行ったが、後はトランプ大統領の顔色を慮る格好でそうした対応を取られる可能性もある。例えば、これから米金利が順当に上昇し、日米金

利差拡大を理由に円安・ドル高が進行してきた場合、日銀のイールドカーブコントロール(YCC)が持つ為替操作性が指差される可能性はある。もちろん、YCC はトランプ大統領誕生以前から存在する枠組みであり、意図的に日米金利差の拡大を狙って導入されたものではなく、あくまで「量」の決別と「金利」への転進を狙った結果の産物である。しかし、これまでのトランプ大統領の言動を踏まえれば、対米貿易黒字に繋がる芽は何であれ糾弾の対象となり得る。事実として金利を固定しているのは先進国で日本だけであり、他国の金利は米金利に追随して上昇傾向にある以上、「これは実質的な為替介入」と批判される可能性はある。そうなった場合、日銀としては「量」の削減に合わせてペッグしている金利の引き上げも検討するのではないかな。

想定されるシナリオは数多いが、少なくとも追加緩和の有無ばかりが焦点となっていた過去 4 年の黒田体制にとっては、任期最後の 1 年であると同時に、引き締めの対応が注目される新しい 1 年となりそうである。

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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年1月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の動所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のバロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票プレビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見直し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のボリシーミクス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見直しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとつてのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
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直し～)
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	イレイ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年上半年～