

みずほマーケット・トピック(2017 年 6 月 19 日)

日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～

15～16 日に開催された日銀金融政策決定会合は現状維持を決定した。元より注目度の低い今会合に関する注目点を敢えて挙げるとすれば①80 兆円のめどが減額ないし撤廃されるか否か、②記者会見において出口シミュレーションを肯定する言質が総裁から取れるか否かの 2 点だった。まず、①に関しては、見送られた。相応に大きな決断ゆえ、展望レポート公表以外のタイミングでは可能性が低いとの見方が一般的と見られる。実態との乖離を踏まえれば、10 月展望レポートまでには何らかの表記変更が行われる可能性は高いと考えたい。一方、②についてもゼロ回答が貫かれた。過去の本欄でも議論したように、出口戦略に関する巷の話題は全てが不毛という印象であり、総裁会見の弁は正論である。為替市場の観点からは、日銀が動かなくなった今、あとは FRB のハト派傾斜を待つばかりであり、「座して円高を待つ」という様相が徐々に強まってきているように思えてならない。実質金利差は確実に縮小しているのが現状。

～露わになった FRB の「信認の低さ」～

先週末の為替市場ではドル相場が下落した。先週を通じてみれば、14 日未明の FOMC では年内 1 回、来年 3 回の利上げ見通しに加え、年内のバランスシート縮小方針が言明されており、金融政策のタカ派色が一段と強まったというのが最も大きな材料であったはずだが、週間で見ればドルインデックスはむしろ下落し、米金利も 2.2%を割り込み、これが定着する動きとなっている。昨年来の本欄では執拗に強調してきた通り、実体経済の強さを度外視して進められる正常化プロセスにはやはり市場はついていけない。FRB の政策方針に対する「信認の低さ」が露わになった週だったと総括できるだろう。引き続き本欄では FRB のタカ派姿勢にもかかわらず、米 10 年金利は 2.2%を割り込み、ドル/円相場は 100 円付近を臨む展開を予想している。

～全てが現状追認～

一方、日本では先週 15～16 日に日銀金融政策決定会合が開催され、賛成多数で現状維持が決定された。短期の政策金利(無担保コール翌日物)を▲0.1%、長期金利である 10 年物国債金利をゼロ%程度に操作する現状の調節方針の継続が確認された。また、金利操作のための国債購入額に関し「保有残高が年 80 兆円増加するペースをめど」との方針も据え置かれ、国債以外の資産購入も上場投資信託(ETF)を年 6 兆円増、不動産投資信託(REIT)を年 900 億円増のペースで継続することが確認された。景気判断は「緩やかな拡大に転じつつある」との表現が維持された上で、個人消費に関する表現などはより強いものに修正されている(「底堅く推移している」から「底堅さを増している」へ変更)。もちろん、「生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続する」とするオーバーシュ

ート型コミットメントも変わっていない。総じて、全てが現状追認であり、為替市場でも材料視する動きは見られなかった。

～80 兆円の取り扱い～

元より注目度の低い今会合に関する注目点を敢えて挙げるとすれば①80 兆円のめどが減額ないし撤廃されるか否か、②記者会見において出口シミュレーションを肯定する言質が総裁から取れるか否かの 2 点だった。まず、①に関しては、4 月以降、いつそのような動きがあっても不思議ではないと目されるものの、相応に重い決断ゆえ、展望レポート公表以外のタイミングでは可能性が低いとの見方が一般的と言える。実際、今回も据え置かれたわけだが、年間 80 兆円という数字が有名無実化していることは周知されているだけに、年後半に至ってもこれを残置させてしまえば、その不格好が目立ってくるのは間違いない。とすれば、10 月展望レポートまでには何らかの表記変更が行われる可能性は高いのではないかと。この点に関する日銀のスタンスは「既に市場で周知されていることを改めて(80 兆円表記の減額ないし撤廃によって)確認するだけであり、政策的意図はない」というものだろう。「量」が「金利」を操作するためのツールに格下げとなっている今、そうしたスタンスは理屈が通ってはいるが、「黒田日銀」ないし「アベノミクス」と「マネタリーベース拡大」を同一視する向きは未だ完全になくなったわけではない。「めど」の修正は材料として円高であることは確かであり、極力、FRB の正常化プロセスが威勢を保っているうちに決断することが求められよう。

～不毛な出口問答には取り合わず～

片や、②についてもゼロ回答が貫かれた。俄かに市場で注目されている出口戦略とこれに伴う損失シミュレーションの公表に関し、黒田総裁は、その時点の経済・物価情勢や金利動向に依存して変わると述べた上で、「現時点で具体的なシミュレーションを示すのはかえって混乱を招くおそれがある」、「具体的に出口の手法や順序を示すのは難しい」との考えを示した。これは黒田総裁の主張が正論である。過去の本欄¹でも議論した通りだが、ひとくちに出口と言っても「良い出口」もあれば「悪い出口」もある。「良い出口」において 2%到達が果たされた場合、日銀も民間銀行も大きな損失を被るだろうが、需給ギャップの改善と共に実体経済が改善し、物価が上がっている状況であれば、日銀を含めた金融機関の損失など大事の前の小事である。恐らく日銀が公式に出口シミュレーションを公表するとなった場合、示されるのはこうした「良い出口」に決まっている。そうでなければ現行政策の正当性を担保できないのだから当然だろう。

しかし、市場参加者がそのようなバラ色のシミュレーションを真に受けることはないだろう。また、真に受けないながらも、シミュレーションの中で示された将来の金利、物価水準を日々の経済・金融分析の材料として活用(利用?)しようとするはずである。それが政策運営上のノイズとなることは目に見えている。結局、日銀が出口戦略やそれに伴う損失に関し試算を示すことについては、誰も得しないと考えるのが妥当であり、敢えてやる必要は無いというものだろう。

なお、出口で日銀が赤字になるケースに関しても、黒田総裁は「通貨の信認が毀損されるようなことにはならない」と述べ、中銀は通貨発行益が継続的に発生することで「長い目で見れば必ず収益が確保できるしくみになっている」との見解を示している。1970 年代のドイツ連邦銀行(ブンデス

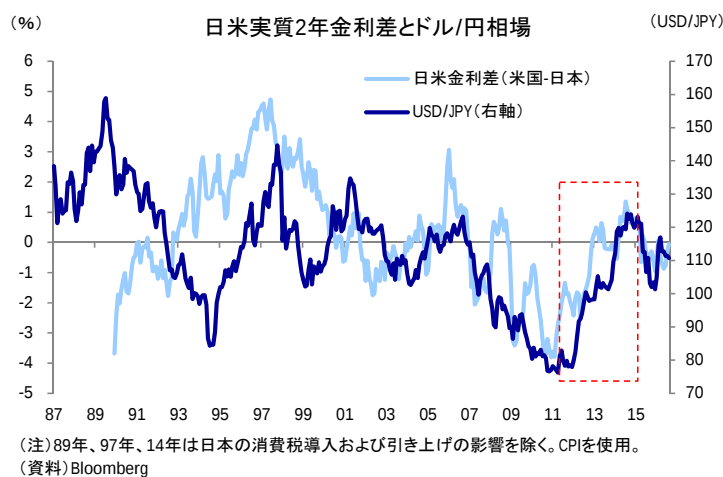
¹ 本欄 2017 年 6 月 5 日号『日銀総資産 500 兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～』をご参照下さい。

バンク)や2014年のスイス国立銀行(SNB)を例に取って過去の本欄でも示した通りだが、中銀の債務超過と通貨の強弱に因果関係があるわけではない(むしろこれら2行は通貨の信認が強過ぎて、為替差損を通じて、中銀が債務超過になった)。「日銀債務超過→円安」という経路は直感的には正しそうに感じられるが、そこに絶対的な理屈があるわけではない。

ちなみに、会見中に例示されているように、そもそもFRBは事前に提示していた出口戦略の順序と実際に行われた政策が一致しなかった。ゆえに、「出口にさしかかっているときに議論する意味はあるが、まだ先の話」という総裁の弁は正鵠を射ている。現段階で見せろと言われて見せるものがあるが、市場参加者は恐らくそれを信じないし、信じたとしてもそうなるとは限らないし、そもそも出口自体が遠い、という事実もある。出口戦略に関する巷の議論は全てが不毛と言わざるを得ない。

～「座して円高を待つ」～

出口議論が一蹴されたことで、もはや日銀の「次の一手」に関しては80兆円の取り扱いを除けば、殆ど論点がなくなってしまった。このままイールドカーブコントロール(YCC)の下で淡々と現状維持が積み重ねられていくのだとすれば、やはり為替相場の行方は米国次第ということにならざるを得ない。2012年以降で見られてきたドル/円相場の著しい上昇は基本的には日米の実質2年金利差に応じた動きであり、具体的には正常化に邁進するFRBと未曾有の緩和に踏み込む日銀という格差をそのまま映じてきた(図)。



図示される通りだが、過去を振り返ってみても、円安・ドル高が顕著に進む局面は金利差が拡大する局面と符合してきた。ドル/円相場が2015年以降でピークアウトしたのも実質金利差の縮小に即した動きである。この間、日本も2016年1月にマイナス金利を導入し、名目金利が一段切り下がる動きと共に実質金利は低下したが、日米実質金利差の縮小をもたらしたのは米国の名目金利の鈍い伸びだった。2013年以降、2年物に限らず米国の名目金利はすべからく上昇基調にあるが、その間の消費者物価指数(CPI)の伸びに比べれば相対的に勢いを欠き、結果として米国の実質金利が横ばいないし低下している。こうした状況を深読みすれば、市場参加者は米国のCPIがここから加速することはない、だからこそ連続的な利上げも不要と考えているということだろうか。

いずれにせよ、日銀が動かなくなった今、あとはFRBのハト派傾斜を待つばかりであり、「座して円高を待つ」という様相が徐々に強まってきているように思えてならない。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか?～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～横変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≒ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレインードからカシュカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず?～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCを前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不自信～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
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～ 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～