

みずほマーケット・トピック(2017年9月6日)

## 追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～

今次局面において日銀の存在感は大分薄いものになっているが、金融政策の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が今後追い込まれるリスクについては指摘しておきたい。現状、日銀の金融政策運営で起きていることを端的に整理すると「北朝鮮情勢の緊迫化  
リスク回避ムードの強まり 国債金利の低下 ゼロ%ペッグ誘導のための国債購入額縮小」といった構図になる。周知の通り、と の間で円高が進んでいるため、外見上は「円高進行に応じて国債購入額を減らす」という倒錯した状況になっている。今後地政学リスクを含め、何らかの理由で金利低下が進み、円高が進行した場合、日銀は 国債購入額縮小(ことによっては売りオペ?)か、 利下げするか の2 択を迫られることに。考えれば考えるほど、「次の円高に対し日銀ができることは殆どなさそう」という事実を認識せざるを得ない。

### ～FRBを取り巻く環境は最悪～

昨日の金融市場では北朝鮮情勢の緊迫化を背景として米株価が急落する中、FRB 高官によるハト派色の強い情報発信も相俟って、米 10 年金利は一時 2.0596%まで低下し、ドル/円相場も 108.50 円台まで下落している。昨日はカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁とブレイナード FRB 理事という現状の FOMC におけるハト派筆頭格が講演を行い、共に早期利上げに難色を示す内容であった。カシュカリ総裁にいたっては「利上げは経済に実質的な打撃を与えた可能性」に言及し、利上げに慎重さを求めるというよりも、方針自体の撤回まで想起させる姿勢であった。この上、昨日はハリケーン「イルマ」への警戒が強まり(最強の「カテゴリー5」に勢力が強大化)、債務上限引き上げを巡って米国債のテクニカルデフォルトというフレーズも見聞きするようになっていいる。正常化が新しい局面に入ろうとしている FRB にとっては最悪の環境となりつつあるように見受けられる。

### ～倒錯した日銀の政策運営～

なお、この局面において日銀の存在感は大分薄いものになっているが、金融政策の枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が今後追い込まれるリスクについては指摘しておきたい。現状、日銀の金融政策運営で起きていることを端的に整理すると「北朝鮮情勢の緊迫化  
リスク回避ムードの強まり 国債金利の低下 ゼロ%ペッグ誘導のための国債購入額縮小」といった構図になる。周知の通り、と の間で円高が進んでいるため、外見上は「円高進行に応じて国債購入額を減らす」という倒錯した状況にある。今週 4 日の債券市場では長期金利の指標となる新発 10 年物国債の利回りが 0.010%と、2016 年 11 月 15 日以来、10 か月ぶりの低水準をつけており、日銀の購入額にはますます減少圧力がかかる。

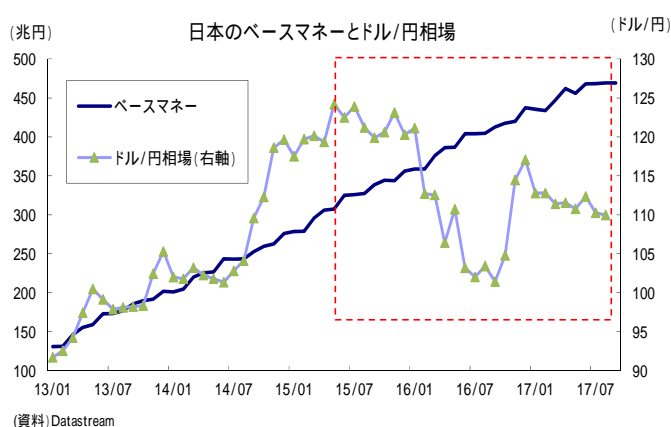
元より日銀は年初来、国債購入額の漸減を進めてきたが、こうした政策運営が為替市場で殊更注目されることはなく、「テーパリングゆえに円買い」というロジックは持ち出されずに済んできた。こ

れは米経済・金融情勢が幸いにも堅調であることに加え、6 月以降は ECB も正常化プロセスに着手したことで円売り・外貨買いの必然性が増す相場環境が続いていることが大きいだろう。日銀にとってはステルス・テーパリングを進めるにあたって極めて幸運な環境が用意されてきたと言える。

だが、北朝鮮情勢の緊迫化が継続し、FRB や ECB の正常化プロセスの手が止まってくれば、必然的に円金利は下押しされ、国債購入量は目に見えて減少することになる。政策の対称性を前提とした場合、金利上昇局面で+0.110%で指値による買いオペが発動したことを踏まえれば、金利低下局面では 0.110%までは見込んでおくべきなのだろうか。そして究極的には強まる金利低下圧力に対して売りオペ、場合によっては長期金利の誘導目標引き下げも視野に入ってくるのだろうか。とはいえ、円高進行時に流動性吸収を伴う売りオペとなるとますます良く分からない。

### ～ 次の円高に日銀ができることはなさそう～

整理すると、今後地政学リスクを含め、何らかの理由で金利低下が進み、円高が進行した場合、日銀は 国債購入額縮小(ことによっては売りオペ?)か、 長期金利の誘導目標引き下げかの 2 択を迫られることになる。だが、一昔前であれば、は円買い材料と取られかねない危うい政策調整である。今やディレクティブが「金利」となり「量」は「金利」を調節するための手段という位置付け



になったため、その多寡はもちろん本質的に重要ではない。そもそも「量」とドル/円の相関は 2016 年以降、明確に切れており(図)、互いの因果関係を気にする向きは今や多くない。だが、為替市場は移り気である。一旦、「量」の縮小が円買い材料として取り沙汰された場合、その局面は執拗に続くだろう。とすれば、現状を追認するように誘導目標( )の引き下げが決断され、購入額の性急な減額を避ける判断もあり得る。その場合、短期のマイナス金利の取り扱いも注目されようが、官民両部門からの評判の悪さを踏まえれば、これは回避される可能性が非常に高い。

以上の状況をまとめると、リスク回避ムードが続けば、金利低下と円高が進む結果、済し崩し的に長期金利の誘導目標が引き下げられる可能性が視野に入る。仮に 0.1%に誘導目標が引き下げられた場合、0.2%程度までの金利低下が容認されることになるだろう。その結果、「国債購入額の減額ペース」は緩むため、昨年 9 月の総括的検証を経て「量」からの脱却を図った日銀としては不本意な流れとなる。さらに言えば、短期のマイナス金利が深掘りされないことに注目が向かい、長期金利の誘導目標引き下げだけでは不十分という理解の下、円高が止まらない可能性もある。考えれば考えるほど「次の円高に対し日銀ができることは殆どなさそう」という事実を痛感する。

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](mailto: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](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9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
2017年6月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月23日	ブラットECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月22日	週末版
2017年6月21日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラントレード～
2017年6月19日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月16日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月15日	週末版
2017年6月14日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月13日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月12日	盛り上がりがない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月9日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月8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7日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月5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2日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年5月29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5月26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25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24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23日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月22日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
2017年5月19日	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17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16日	週末版
2017年5月15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14日	週末版
2017年5月13日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月12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11日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月10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9日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月8日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月7日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月6日	フランス大統領選挙を受けて～おさらすべきフランスの現状～
2017年5月5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5月4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～
2017年5月3日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年5月2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5月1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30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29日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月28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27日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月26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25日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月24日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月23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22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21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20日	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～
2017年4月19日	週末版
2017年4月18日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)