

みずほマーケット・トピック(2017年9月14日)

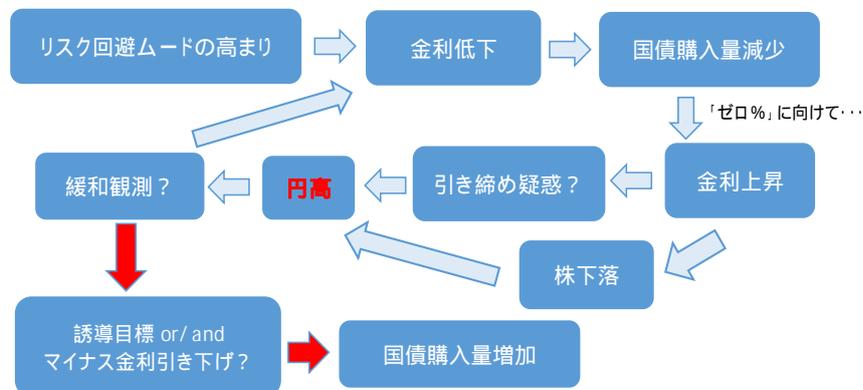
日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～

来週 20～21 日には日銀金融政策決定会合がある。結論から言えば、現状維持と見て良いだろう。昨年 9 月 21 日は当時、大いに物議を醸していた「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に対して実施された総括的検証の結果が公表された日であり、同時に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」への衣替えとこれに付随する長期金利の「ゼロ%」ペッグを主軸とするイールドカーブ・コントロール(YCC)が披露された日でもあった。あれから 1 年が経過して言えることは 2 つある。1 つはあの日を境にして日銀は「巧く表舞台から姿を消せていたこと」、もう 1 つは「今後ともそうとは言えなそうなこと」である。過去 1 か月の政策運営を見ても分かるように、現行枠組みではリスク回避ムードが強まり、円高が進行する際に国債購入額を減額して流動性供給を絞るような構図となってしまっている。現状ではさほど問題視されていないものの、倒錯した政策運営という側面を内包していることは否めず、総括的「再」検証の必要性も今後話題になる。

～YCC の構造的欠陥～

来週 20～21 日には日銀金融政策決定会合がある。結論から言えば、現状維持と見て良いだろう。まだ、記憶に新しい向きも多いと思われるが、昨年 9 月 21 日は当時、大いに物議を醸していた「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に対して実施された総括的検証の結果が公表された日であった。同時に「長短金利操作付き量的・

リスクオフ時にYCCは持続可能なのか？



(資料)筆者作成

質的金融緩和」への衣替えとこれに付随する長期金利の「ゼロ%」ペッグを主軸とするイールドカーブ・コントロール(YCC)が披露された日でもあった。あれから 1 年が経過して言えることは 2 つある。1 つはあの日を境にして日銀は「巧く表舞台から姿を消せていたこと」、もう 1 つは「今後ともそうとは言えなそうなこと」である。前者はあくまで FRB を筆頭とする海外中銀の正常化プロセスが順当に進捗したことによる恩恵でもあるが、枠組み変更を通じて技術的限界が指摘され始めていた「量」の追求と巧く決別できたことが日銀に対する批判的目線を逸らすことに一役買った面はあろう。問題は次に述べる後者の論点である。

過去の本欄¹でも議論したように、YCC は明らかに維持可能性の問題が表出し始めており、今後

¹ 本欄 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～』をご参照下さい。

リスク回避ムードが強まるたびに、その修正が話題に上るだろう。前頁図に示すように、リスク回避ムードが強まれば債券へ資金がシフトし金利が下がる。しかし「ゼロ%」に誘導目標を持つ日銀はこうした動きを看過できず、国債購入量の減少を通じて金利上昇圧力を作り出すことになる。金利上昇自体は当然株価を押し下げるし、それらが家計・企業における消費・投資行動を鈍化させる一因となるだろう。世界的に金利が低下する局面でこれを抑止し(≒金利を高止まりさせ)、しかも株価は下がるとなれば、当然、為替市場では円高が進みやすくなる。

先週の本欄でも見たように、9月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、日銀の購入額には減少圧力がかかる動きが見られた。これは「①北朝鮮情勢の緊迫化→②リスク回避ムードの強まり→③国債金利の低下→④ゼロ%ペッグ誘導のための国債購入額縮小」といった構図で発生したことであったが、周知の通り、②と③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が見られたのであった。こうした政策運営は明らかに倒錯したものであり、YCCに内蔵された構造的な欠陥とも言える。

～1年経過して見えた総括的「再」検証の必要性～

リスク回避ムードが極まり、円相場が騰勢を強めていけば、自然と市場では追加緩和観測が強まるだろう。それ自体が金利低下圧力となり、また国債減少・・・という上で見た展開を繰り返すことになる。ちなみに、以上の議論では国債購入量の減少によって金利が押し上げられるという前提だが、本当にリスク回避ムードが強まった際にその前提が磐石なのかどうか議論の余地がある。というのも、これまで買った「量」が膨大であり、日銀の保有割合が急上昇していることから、単に購入量を減らしただけでは金利は動かないかもしれない。いわゆる「ストック効果」に目を向けた議論だが、そうだとすると今度は保有国債の売却まで視野に入れなければならなくなる。もちろん、円高が進んでいる中でそのような決断はまず無理だろう。

結局、こうして簡単なシミュレーションを試みるだけでも、リスク回避ムードが高まった際、日銀がどこかで金利低下を追認しなければならなくなることは明白である(評判がすこぶる悪かったマイナス金利は据え置きだろう)。例えば、「▲0.1%」程度に誘導目標を下げれば、その±0.1%ポイントの金利の振れは許容されることになる。それはより深い長期金利のマイナスまで許容するという話でもあるし、国債購入量を減少する必要性を薄れさせる話でもある。だが、それは「ゼロ%ペッグ」によって「量」との決別を図ろうとしたYCCの導入意図に照らせば、本意ではないのは明らかである。今回は為替・株が落ち着いた状態で迎えることができそうであるため現状維持で乗り切る公算は大きそうだが、導入から1年が経過し、その枠組みに「きしみ」が見え始めていることは確かだろう。総括的検証から1年が経過し、総括的「再」検証の必要性が生じ始めているように思われる。

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9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	ケール理事発言の真意 - ユーロ高はもう看過できない -
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境 - ドルインデックス半値押しで思うこと -
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて - 解せないユーロ買い -)
2017年9月7日	タカ派の姿勢が強まるFOMC - フィッシャー辞任を受けて -
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 -
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「質」 -
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 - 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 - ドラギ総裁はしじまった模様 -)
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版テーパ - 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 - 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26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23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況 - リセットされたトランプトレード -
2017年6月21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19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 - 「不要なキャンセル」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 - 様変わりする景色 -
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 - 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 - 揺る「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