

みずほマーケット・トピック(2017年11月22日)

## リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意

先週13日に黒田日銀総裁がチューリヒ大学で口にしたリバーサル・レートに関する議論が1週間経った今も相応の耳目を集めている。その解釈や先行きの金融政策への示唆に関し照会を受ける機会が多いので、簡単に論点を整理してみたい。要するに、「行き過ぎた低金利」が金融仲介機能を毀損するという議論であり、市場参加者にとっては周知の話を理論化したものに過ぎない。だが、こうした「綺麗な建前」があればこそ、これまで緩和効果を強弁し、それを継続することに存在意義を見出してきた黒田日銀が緩和の撤収を検討する上で利用する可能性はあるだろう。現状では筆者のメインシナリオに織り込むものではないが、円高をもたらすリスクシナリオの1つとして視野に入れる必要はありそう。具体的な政策変更はイールドカーブのスティープ化を企図したものになりそうだが、例えば誘導目標金利の短期化は如何にも考えられる。

### ～インフレ動向に弱気を見せたイエレン議長～

昨日の為替相場ではイエレンFRB議長の発言を受けてドル売りが優勢の展開となっている。ニューヨーク大学で開かれたイベントにおいてイエレン議長は「速過ぎる引き締めはインフレ率を2%未満にとどめる」、「低インフレが一時的とは確信せず」と物価動向に対し弱気なスタンスを示し、これがドル売りを促した格好である。特に、低インフレが一時的ではなく構造的な現象なのではないかという問題意識は強いように見受けられ、筆者の基本認識も同様である。時折、労働市場の需給ひっ迫が非線形な物価上昇を招くことへの懸念を見せてはいたものの、日本の経験に照らせば、そのような懸念自体、杞憂に終わる可能性があるだろう。かかる状況下、やはりFRBの正常化プロセス自体、持続可能性が疑わしいものになっているように思われる。

### ～波紋を呼ぶチューリヒ発言～

ところで先週13日に黒田日銀総裁がスイスのチューリヒ大学で行った講演において金融緩和が金融仲介機能にもたらす副作用に言及したことが1週間経った今も相応の耳目を集めている。筆者においてもその解釈や先行きの金融政策への示唆について、照会を受ける機会が多いので、簡単に論点を整理しておきたい。具体的には以下の発言が注目されている:

- 金融仲介機能への影響という点では、最近、「リバーサル・レート」の議論が注目を集めています。これは、金利を下げすぎると、預貸金利鞘の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転(reverse)する可能性があるという考え方です。(中略)ただし、低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、引き続き、こうしたリスクにも注意していきたいと思います。

要するに、「過剰な緩和がもたらす副作用」の存在を認めた上で、特に金融機関への悪影響について配慮を示す発言である。振り返れば、マイナス金利導入から程なくして開催された 2016 年 4 月 28 日の金融政策決定会合後の会見で黒田総裁は『『量的・質的金融緩和』の時は何も文句を言わなかった銀行が、収益に影響する状況は同じはずなのに、マイナス金利になって文句を言うようになったのはなぜなのか』との質問に対し、「金融政策は、金融機関のためにやっているものではなく、日本経済全体のためにやっているわけです。そうした意味で、金融政策について、緩和であろうと引き締めであろうと、金融機関が賛成するか反対するかで、金融政策を決めるということはないわけです」と金融機関を突き放すような発言をした経緯がある。あれから 1 年半以上が経過し、現行政策の副作用にわずかばかりでも関心が及び始めているとしたら大きな心境の変化と言える。

もちろん、消費者物価指数(CPI)の前年比が+2%にすら届かない状況を踏まえれば、黒田総裁の本心としてどこまで副作用を考慮しているのか定かではない。だが、「低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なもの」という表現からは「マイナス金利政策の継続は時間と共に悪影響を増大させる」という思いを感じさせる。筆者は次の日銀の政策変更があるとしたら(円高抑止のための)緩和方向だと考えてきたし、今でもその可能性の方が高いと考えている。だが、元より現行枠組みの持続可能性に疑義が生じており、「総括的検証の検証」を求める声も少なくないことを考えると、リバーサル・レート議論を盾に「低過ぎる長期金利の是正(引き上げ)」という方向転換がなされる芽が出てきているのかもしれない。

### ～想定される政策変更～

では、その場合、具体的にはどういった決断が考えられるのか。黒田総裁は上で引用した発言の前に、企業・家計の資金調達に占めるウエイトの大きさを理由として「経済や物価への影響という点では、一般的に、短期から中期の金利低下による効果大きい」と述べ、短期・中期金利の重要性を説いている。片や、長期・超長期金利に関しては、保険や年金など金融面での社会インフラ機能との強い関連から、運用利回りの低下などを通じ、「マインド面を通じて経済に影響を及ぼす可能性」があると指摘している。これらの発言を煎じ詰めれば金利に関し「短中期は低く、超長期は高い方が良い」という話であり、要するにイールドカーブのスティープ化を正当化していると考えて差し支えないだろう。現行枠組みを大きく崩さずスティープ化を発生させるには①長期(10年金利)金利の誘導目標を引き上げる、②短期・中期金利に誘導目標を設定して引き下げるといった 2 通り(もしくはその両方)が考えられる。既述の通り、CPI は総合・コア・コアコア、いずれのベースでも +2%どころか +1% にも届いていないため、引き締めと指差されかねない①よりも、あくまで利下げと抗弁できそうな②を選択する公算が大きいのではないかと。

### ～為替市場からは円高リスク～

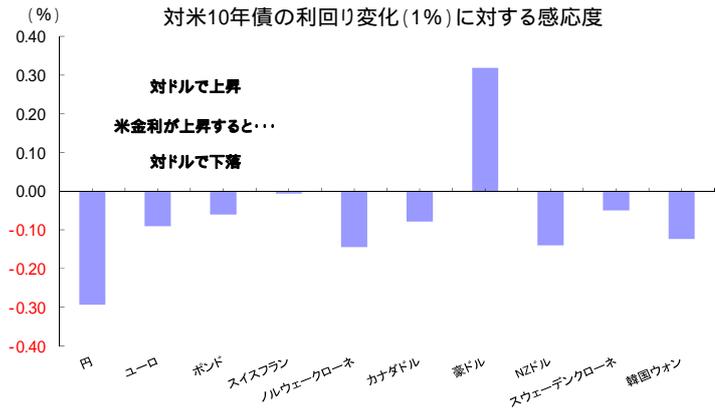
為替市場の観点からは、仮に、リバーサル・レートの議論を用いて、日銀が政策変更を検討しているとすれば、それ自体はドル/円相場の下方向リスクである。本欄では繰り返し論じてきたように、2.75%まで下がってきている FRB の中立金利見通しが今後不変だとした場合、米 10 年金利の上げ余地はもはや残り 50bps もない<sup>1</sup>。円が米金利の上昇に対して最も敏感に売られてきた通貨であ

<sup>1</sup> 本欄 2017 年 11 月 2 日号『FOMC を終えて～「危ない橋」を渡り続ける FRB～』をご参照下さい。

ることを踏まえれば(図)、米金利の頭打ちが意味するところはことのほか大きいものだろう。その上で、リバーサル・レートの議論を基にして本邦 10 年金利の引き上げにまで踏み切るのでしたら、それは日米長期金利差の一段の縮小を意味し、やはり円高材料と考えられる。

もちろん、現実問題としてリバーサル・レートの水準を特定するのは容易ではない。その前段階として潜在成長率やこれ

と平仄が合う自然利子率、そしてこれをベースとする均衡イールドカーブを割り出す必要がある。これは現状の 10 年金利のペッグ水準である「ゼロ%程度」を設定する際にも議論になった論点だが、実体経済の地力(≒潜在成長率)を正確に把握できない以上、緩和の臨界点であるリバーサル・レートを特定することも困難である。とすれば、自ずと時の中央銀行の裁量に依存することにならざるを得まい。これまで緩和効果を強弁し、それを継続することに存在意義を見出してきた黒田日銀にとって、リバーサル・レートの議論は緩和策の撤収を検討するにあたって理論化された「綺麗な建前」となる可能性は確かにある。現状では筆者のメインシナリオに織り込むものではないが、円高をもたらすリスクシナリオの 1 つとして視野に入れる必要はありそうである。



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](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11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7~9月期GDPを受けて~「デフレ脱却宣言」も視野?~
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境~BOE利上げの読み方~
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境~気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」~)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて~意識すべき論点~
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて~「危ない橋」を渡り続けるFRB~)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて~最もビュアな片岡委員~
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検~日米FTAと欧州政治~
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて~「弱気な強気」の正常化~
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて~増税可否、日銀人事、政策への影響~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話~忍び寄る日米FTA~
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー~「腫れ物」を触るかのような正常化~
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議~最後のショイブレ節~
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理~何が正しくて、間違っているのか~)
2017年10月12日	FOMC議事要旨~危うい法廷弁護士のごとき政策運営~
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境~円高地合い続く~
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて~過信は禁物~
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)~APPIは「小さく減らして長く延長、が有力」~)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタール・リビア混戦と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検~本邦政局リスクは後退~
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて~「寝た子を起さず」反対票~
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて~短期は強気、長期は弱気金利見通し~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
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~
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	クーレ理事発言の真意~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	タカ派の劣勢が強まる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~花道の正常化は続く模様~
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~ドラギ総裁はしくじった模様~)
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	メインシナリオへのリスク点検~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	プラートECB理事発言を考える~影響力は侮れず~