

みずほマーケット・トピック(2018 年 1 月 10 日)

ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？

昨日の為替相場では日銀の国債買い入れオペが予想外の減額となったことを受け、ドル/円相場が急落した。この点、「元々減額方向にあったのだから、今回の為替市場の反応は過剰」という指摘は一理あるが、ややポイントレスでもある。元々減額方向にあったことに、為替市場が「お目こぼし」をしていた状態だったのであり、本来は昨日のような反応が不安視される政策運営だったはず。そもそも「ステルス」という表現自体、「ばれないようにやっている」というやましさを含んでいる。これまでの経緯はどうあれ、ステルスでやっていたテーパリングを為替市場が感知していくようになったのだとすれば今後の日銀にとっては厄介な話。FRB の正常化プロセスが米金利やドルの上昇材料としてもはや賞味期限切れを起こしていることも、今回の市場反応の背景にあるかもしれない。安易に「FRB の正常化プロセス→米金利上昇→日米金利差拡大→円売り・ドル買い」というロジックを押し通せるほど、18 年の状況は単純ではなさそう。

～今までは「お目こぼし」を受けていただけ～

昨日の為替相場はドル相場が上昇する展開。米 10 年金利が一時 2.55%と昨年 3 月以来の水準まで上昇したこと、中国人民銀行の相場管理体制変更に伴い元安観測が強まったことでドル買いが勢いついた格好である。だが、後述するように、円に関しては日銀の国債買い入れオペが予想外の減額となったことを受け、市場の一部で出口観測が強まり、ドル高にもかかわらずドル/円相場は 112 円台で軟調推移を余儀なくされた。円金利の動きは僅かなものであり、出口観測を煽る動きは過剰という印象だが、今まで「ステルス」で済んでいた日銀のテーパリングが遂に為替市場のレーダーにかかったのだとすれば、日銀の政策運営は今後難渋することになるだろう。

具体的に日銀は昨日、国債買い入れオペに関し、超長期国債(10 年超 25 年以下、25 年超)の買い入れ額を減額した。これほどの株高にもかかわらず円金利の動きが硬直的であったことからの判断なのか、それとも翌年度発行計画(20 年債以外は減額)と足並みを揃えた判断なのかは定かではないが、いずれにせよ市場予想と齟齬のある決定ではあった。その後、本邦長期金利の上昇を受けてドル/円相場は一時 113 円台前半から 112 円台半ばまで急落している。

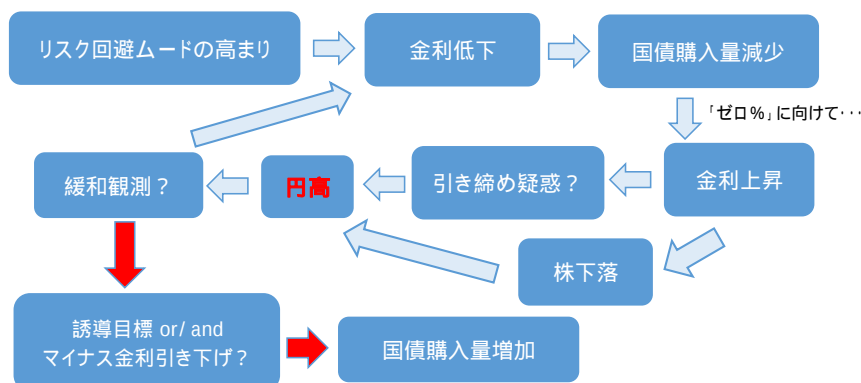
具体的には、残存期間「10 年超 25 年以下」の買い入れ予定額が 1900 億円(前回 2000 億円)に、残存期間「25 年超」の買い入れ予定額が 800 億円(前回 900 億円)になり、計▲200 億円減額されている。「10 年超 25 年以下」の減額は 2016 年 12 月以来約 1 年ぶり、「25 年超」の減額は 2017 年 11 月以来 1 か月半ぶりとなる。輪番減額に伴うマネタリーベース(MB)増加ペースの減速(いわゆるステルステーパリング)は従前からの動きだが、これまでは FRB の順調な正常化プロセスの進捗やトランプ米政権の一手一投足に隠れていたせいなのか、為替市場では見逃されてきた経緯があった。今回の為替市場の反応を捉えて「元々減額方向にあったのだから、今回の為替市場の反応は過剰」という指摘は一理あるものの、元々減額方向にあった

ことに関し、為替市場が「お目こぼし」をしていた状態だったのであり、本来は昨日のような反応が不安視される政策運営だったはずである。そもそも「ステルス」という表現自体、「ばれないようにやっている」というやましさを含んでいる。

～予感させる YCC の手詰まり～

これまでの経緯はどうあれ、ステルスでやっていたテーパリングを為替市場が感知していくようになったのだとすれば日銀にとっては厄介である。現状のイールドカーブ・コントロール (YCC) の枠組みでは、リスク回避ムードの強まりなどに応じ金利低下圧力が強まった場合、長期金利のゼロ% ペッグを企図して日銀は国債

リスクオフ時にYCCは持続可能なのか？



(資料)筆者作成

購入額を減らすことになる。昨年までの為替市場はこれを意に介さなかったわけだが、昨日のように円高反応を示すとなると、今後はやりづらくなる。「量」の減少がテーパリングと解釈され円高が進むとなると、長期金利のペッグ水準やこれをアンカーしている短期金利(現状は▲0.1%)を済し崩し的に引き下げるという選択肢も視野に入る(図)。それが今の日本の政治・経済的に非常に難しい判断となっていることは周知の通りであり、日銀は文字通り、手詰まりの状況に追い込まれかねない。その状況を受けた為替市場ではさらに円高が進むことも心配される。

本来、YCC の操作対象は長期金利の水準であり、BM の増加ペースはその操作の結果、受身的に決まるものでしかない。そのため国債購入ペースの加速・減速は現行枠組みにとって本質的な話ではない。しかし、黒田日銀が量的・質的金融緩和 (QQE) が圧倒的な「量」の拡大を PR して始まったこと、今でも(政策委員会の一部メンバーに配慮しているのか)BM 増加ペースに係る「80 兆円」文言を削除していないことが「量」の無意味さを主張する際の邪魔になってしまっている。結果論だが、2016 年 9 月 21 日の時点でもっとはっきりと「量」との決別をアナウンスできていれば、このような厄介な問題を抱え込むことはなかっただろう。

～賞味期限切れの米正常化というテーマ～

ちなみに、今まで為替市場から「お目こぼし」を受けていた日銀のステルステーパーがなぜ感知されたのだろうか。もちろん、今回だけ、たまたまそうなったという可能性もあるが、筆者は別の理由もあるのではないかと考えている。例えば、それだけ米国の正常化プロセスを前提としたドル/円相場の上昇が難しくなっていることの証左という可能性もある。既に述べたように、これまでの日銀によるテーパリングは FRB が量的緩和を廃止し、利上げに着手し、バランスシートの縮小にまで踏み切ろうという最中でこっそり行われていた。これから本格化する FRB の正常化を前に、米金利やドルも上がっていくとの強気が支配的になっていたからこそ、日銀はステルス性の政策運営が可能だった

のである。要するに FRB を隠れ蓑にして、表舞台から消えることができていた。

だが、もはやパウエル新議長に残された新しい正常化タスクは無く、座してその終点を待つだけという状況になりそうである。こうした現状を踏まえれば、FRB の正常化は米金利やドルの上昇材料として賞味期限切れであり、ドル以外の通貨の金融政策がタカ派色を強めれば、それにビビッドな反応を示しやすくなっているという状況に思われる。

本邦金融市場において日米金利差とドル/円相場の関係は頻繁に注目されるものだが、歴史を振り返れば日米金利差を米金利と読み替えてもほぼ意味が通じることが多く、本邦金利は動かない(もしくは若干低下)程度の位置付けであった。「金利差」の先行きを考える場合、それは自ずと 2 か国の金利を予想しなければならないので為替への含意を検討するのも難しくなるが、長年「流動性の罠」に嵌まっている日銀の状況を踏まえれば、結局、FRB の金融政策を考えるだけで済んでいた。だからこそ、円は米経済・金融情勢への追従色が特に強い通貨となってきたという面がある。

しかし、今年に関して言えば、仮に日銀の政策変更があるとすれば、それは引き締め方向という声が多い稀な状況にある。具体的には、金融機関収益への懸念などを念頭に、長期金利のペッグ水準引き上げを予想する声は根強い。片や、既に述べたように、FRB は引き締め(利上げ)を続けるものの、焦点は「いつ終点に到達するか」に移っており、年内の長短金利逆転(逆イールド化)までを視野に入れる向きも珍しくない。要するに、2018 年は日米金利差が両サイドからはっきりと縮小してくる可能性が視野に入っているのである。

もちろん、黒田総裁(および次期総裁)が敢えて円高を惹起するような政策変更などしないであろうし、今回の動きを受けて、長期金利誘導目標の引き上げのハードルはかなり高まった可能性もある。だが、安易に「FRB の正常化プロセス→米金利上昇→日米金利差拡大→円売り・ドル買い」というロジックを押し通せるほど、2018 年の状況は単純ではなくなっていることは留意したい。

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.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
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか?～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーバリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
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
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
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)～APP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	カタルーニャ混乱と反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～「寝た子を起こす」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	追いつまれる日銀～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～テーバ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ア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～OECD景気先行指数を通じて～