

みずほマーケット・トピック(2018 年 2 月 13 日)

黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～

主要メディアが次期日銀総裁人事に関し、黒田東彦日銀総裁の続投方針を政府が決定したと報じている。続投はコンセンサス通りであり、ボラティリティが高まる現状にとってベストな回答と言える。一方、「人が変わらなければ出口戦略の検討は無理」とも言われていた経緯を踏まえれば、現行枠組みは当面、延命を図ることになりそう。第一次黒田体制の5年間は「2年で2%」という戦略的失敗をマイナス金利やYCCといった戦術的工夫で乗り切ろうとしたが、結局、分かりやすくもなければ、効果もさほどない枠組みが残った。これは黒田総裁の手腕云々ではなく、あくまで「2年で2%」という戦略のグランドデザイン自体が無理筋であったため、戦術ではカバーしきれなくなったということなのだと筆者は整理している。「戦略の失敗は戦術では取り返せない」とはよく言ったものである。第二次体制では戦略・戦術面での大きな修正が必要になる。

～「戦略の失敗は戦術で取り返せない」ことを思い知った5年間～

先週 9 日から 10 日かけて、主要メディアは立て続けに次期日銀総裁人事に関し、黒田東彦総裁の続投方針を政府が決定したと報じた。任期(4月8日)まで2か月を切ったところでの続投決定は昨年来言われていたタイミングよりもやや遅いものではあったが、続投自体は市場のコンセンサスである(続投方針ならばもっと早く決まっているはずとの見通しは昨年来よく耳にするものだった)。結果的には、先週 6 日の衆院予算委員会において安倍首相が「(黒田総裁の)手腕を信頼している。2%の物価安定目標に向けて着実に進んでいただきたい」と述べていたことが続投を示唆したものだったということになる(ちなみに、この発言を「続投を示唆」としてヘッドラインで報じていたのは読売新聞であった)。前月 31 日の金融政策決定会合後の会見では、次期総裁に必要な資質を問われた黒田総裁が「経済理論に対する理解」と「国際的な人脈」を挙げるというシーンが耳目を集め、「自分が続投だとしたらわざわざこんなことを言うだろうか」という思惑も一部生じていたが、収まるところに収まったという格好である。ボラティリティが高まる現状の金融市場にとって続投がベストな回答であるのは間違いない。一方、「人が変わらなければ出口戦略の検討は無理」とも言われていた経緯を踏まえれば、現行枠組みは当面、延命を図ることになりそうである。

第一次黒田体制の5年間は「2年で2%」という戦略的失敗をマイナス金利やイールドカーブコントロール(YCC)といった戦術的工夫で乗り切ろうとしたところ、大して分かりやすくもなければ効果もあまりない政策枠組みだけが残ったというのが実態的な総括に近い。それは黒田総裁の手腕云々ではなく、あくまで「2年で2%」という戦略のグランドデザイン自体が無理筋であったため、戦術ではカバーしきれなくなったということなのだと筆者は整理している。「戦略の失敗は戦術では取り返せない」とはよく言ったものである¹。第二次体制の5年間は(黒田総裁が全うするにせよ、しな

¹ 戸部良一、寺本義也、鎌田伸一、杉之尾孝生、村井友秀、野中郁次郎『失敗の本質—日本軍の組織論的研究』中公文庫、1991年8月

いにせよ)、戦略面では+2%に拘泥する物価目標を改め、戦術面では80兆円という形骸化した「めど」を残すことで「量」と「金利」の優劣を錯誤させるような枠組みを改めることが必要だろう。きっぱりと「量」との決別を図っておかなかったからこそ、輪番の増減を巡って市場が混乱したのである。

～まぎれもなく「運」に恵まれた第一次体制～

第一次黒田体制はまぎれもなく「運」に恵まれていた。バーナンキ元 FRB 議長の量的緩和縮小(テーパリング)示唆が金融市場の動揺を初めて招いたのは 2013 年 5 月 22 日だった。俗にバーナンキショックと呼ばれるこの変動の僅か 1 か月前に黒田体制は発足しており、「ベースマネーを 2 年で 2 倍にして消費者物価指数(CPI)の前年比上昇率を+2%に引き上げる」という「2」をマジックナンバーとする「分かりやすさ」を売りに量的・質的金融緩和(QQE)をスタートさせた。そうして FRB が正常化に着手していただけてではなく、長らく国際金融市場を苦しめていた欧州債務危機も概ね収束しており、外部環境は金融危機以降で最良の状態に変容しつつあった。金融危機直後の 5 年間に託され、欧州債務危機の最悪期に任期を持たされた白川元総裁の時代とは対極と言える。

このレジームチェンジに最も反応したのは常に「相手がある話」の為替市場であり、正常化する FRB との対比が鮮明になる中、ドル/円相場は発足当初(2013 年 4 月 4 日)の 93 円から半年(2013 年 9 月末時点)で 98 円まで上昇した(既に 2012 年 11 月中旬時点の 80 円割れから 10 円以上上げていたことを思えば、この続伸は驚異的だった)。この間、日経平均株価も 12188 円から 14455 円まで上昇している。こうしたスタートダッシュの鮮烈さが「期待に働きかける」ことを信条とした黒田体制のイメージを形成し、一部の熱狂的な支持者も生み出した。ここから 1 年後の 2014 年 10 月 31 日に追加緩和(QQE2、通称ハロウィン緩和)が実施され、政府・与党からは公的年金運用改革の一環として年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のアグレッシブなポートフォリオ変更も決定されたことでドル/円相場は 112 円まで、日経平均株価は 16413 円まで続伸した。この流れが継続する中、ドル/円相場は 2015 年 6 月 10 日に 125.86 円と今次円安局面で最高値をつけている。

なお、やや余談にはなるが、この 6 月 10 日は黒田総裁が衆院財務金融委員会で「実質実効為替レートがここまで来ているということは、ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と述べ、円相場が急伸した日である。結果的に見れば、意図したにせよしてないにせよ、この発言がアベノミクス下での円安に終止符を売った格好になった。

～苦戦に彩られた後半戦～

その後は CPI が上げ渋る中で 2016 年 1 月にマイナス金利導入、英国の EU 離脱(ブレグジット)が緊張を招く中で 2016 年 7 月に上場投資信託(ETF)購入額の倍増、そしてマイナス金利付き QQE の持続可能性が疑われる中で総括的検証を経て長短金利操作付き QQE に衣替えを図り、現行枠組みの主軸である YCC が誕生した。欧米経済の好調さに糊塗される格好で大きなトラブルは避けられたものの、第一次体制の後半(≒2016 年以降)は CPI の足取りが重い一方で政策運営の持続性にも四苦八苦しなければならないという苦戦に彩られた時代だったように思われる。そして、その苦戦は主に海外要因よりも国内要因に根差したものであった。上がらない CPI の背景には日本固有の事情もあっただろうし、YCC 導入は本邦金融機関収益を念頭に置いたイールドカーブのスティープ化が企図されたものであったという理解が大勢である。

～もう「適温」はない～

問題はこれから始まる第二次体制はそうした従来の無理筋な「戦略」を引きずりつつ、海外要因の悪化にも立ち向かわなければならないということである。黒田総裁が如何に有能でも、2 期 10 年にわたって海外経済が「適温」を保つことはない。日本にとって海外経済とは端的に米国経済を指すが、今年 2 月で米国の景気拡大局面は 104 か月目に突入し、史上 2 番目(106 か月目)の長さを更新間近である。米 10 年金利も遂に FRB 自らが想定する「終点」と見做せる中立金利に到達している。今後、僅かに中立金利の引き上げが行われる可能性は否定しないが、株式市場が金利上昇を嫌気している以上、アップサイドが大きいとはとても思えない。

現状では FRB が利上げを主軸とする正常化プロセスをメインシナリオに据え置いているので大事には至っていない。だが、通常の景気循環を参考にするならば①正常化プロセスを棚上げして現状維持、②現状維持では耐え切れなくなり追加緩和という展開が 2018～19 年中に到来する可能性が高い。先週末、国内外の株価が急落してもドル/円相場が意外に値持ちしている理由はあくまで「次の一手」としての利上げがシナリオとして健在だからであり、「そうは言っても利上げすると言っている通貨は売れない」という市場参加者の思いが寄与しているものと推測するし、実際、筆者の円高見通しに対し、そのようなご意見を頂戴したこともある。だが、それは裏を返せば、正常化プロセスの「非」継続性が名実ともに認識されれば容赦なく下落は加速するということでもある。

周知の通り、今回の円高局面で日銀ができそうなことは決して多くない。過去の本欄でも繰り返し述べている点だが、YCC は円金利およびドル/円の下落局面においてその対応能力に疑義がある。しかも足許では 1 月 9 日の輪番減額以降、「量」の減少が半ば「出口」のように為替市場に解釈され円高が進みやすい状況である。米国発のリスクオフムードが円金利の下押しに繋がった場合、おおむねゼロ%を「めど」とする YCC を維持するのだろうか。ゼロ%を大きく割り込んだ場合、「めど」へ復帰させるために国債購入額を意図的に減らす必要が出てくるが、円高を招かずにこのオペレーションが果たして可能なかどうかは「時の為替市場のご機嫌次第」という側面が強いと推測する。まずは円高発生時に長期金利がゼロ%を割り込んだ際、これが下がり過ぎないための逆方向の指値オペが決断されるのかが注目される。仮に、「量」的な減少に配慮しそれができなかった場合、「めど」の引き下げに踏み切る可能性もあるが、それでは何のために総括的検証を行ったのか分からない。そうした「戦術」の微修正では埒が明かないという判断に至り、枠組み自体が刷新される可能性もあるが、残る一手は外債購入くらいしか思い当たらない。政治的に非常に難しい話である。

「適温」の中で多くの政策運営上の悪手が覆い隠されてきた第一次体制と異なり、第二次体制は基本的に海外経済・金融環境の悪化を受けて円高圧力が高まりやすい中での政策運営となりそうである。日本の財政・金融政策にとって重要な変数は物価ではなく、あくまで為替であったということが再認識される展開を予想しておきたい。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見直し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーバリングの「お目こぼし」はここまでか？
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 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
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～最もビョウな片岡委員～
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～)